



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Revisión anual

Analistas

Macarena Villalobos M.

Hernán Jiménez A.

Tel. (56) 22433 5200

macarena.villalobos@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

BTG Pactual Chile S.A. Seguros de Vida

Diciembre 2018

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	A+
Tendencia	Estable
EEFF Base	30 de septiembre de 2018

Estado de resultados consolidado IFRS					
M\$ de cada año	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Prima directa	-	32.133.658	59.566.494	89.699.781	94.356.485
Prima aceptada	-	-	-	-	-
Prima cedida	-	-	-	-	2.630.778
Prima retenida	-	32.133.658	59.566.494	89.699.781	91.725.707
Costo siniestros	-	-	-	-	10.740.031
Costo renta	-	33.002.613	62.443.479	95.794.222	88.776.966
Resultado de intermediación	-	336.829	695.194	1.259.569	1.088.354
Margen de contribución	-	-1.205.784	-3.572.179	-7.354.010	-8.879.644
Costo de administración	72.706	1.843.830	2.177.520	2.683.105	2.080.710
Resultado de inversiones	-	1.141.475	6.189.940	13.895.270	7.571.729
Resultado final	-58.264	-530.883	-359.282	1.310.671	-547.433

Balance general consolidado IFRS					
M\$ de cada año	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Sep-18
Inversiones	3.625.376	62.223.854	122.824.380	217.607.018	312.357.541
Cuentas por cobrar de seguros	-	-	-	-	9.569.545
Participación reaseguro en reservas técnicas	-	-	-	-	2.279.302
Otros activos	112.239	878.959	1.811.872	2.232.647	4.797.464
Total activos	3.737.615	63.102.813	124.636.252	219.839.665	329.003.852
Reservas técnicas	-	32.933.002	94.752.078	188.356.575	287.540.632
Reservas rentas vitalicias	-	32.933.002	94.752.078	188.356.575	275.978.229
Deudas por operaciones de seguro	-	-	-	-	2.578.162
Otros pasivos	254.879	1.156.828	690.213	1.022.826	831.752
Total pasivo exigible	254.879	34.089.830	95.486.659	189.379.401	291.167.122
Patrimonio	3.482.736	29.012.983	29.149.593	30.460.264	37.836.730
Total pasivos y patrimonio	3.737.615	63.102.813	124.636.252	219.839.665	329.003.852

Opinión

Fundamento de la clasificación

BTG Pactual Chile S.A. Compañía de Seguros de Vida (BTG Pactual Vida) es una empresa de seguros de vida, orientada a la venta y administración de seguros previsionales, específicamente en rentas vitalicias. La sociedad forma parte del grupo BTG Pactual, conglomerado con participación e intereses en diversos sectores económicos. La compañía comenzó a comercializar pólizas el año 2015.

El primaje de la aseguradora alcanzó US\$ 142,9 millones en septiembre de 2018. A la misma fecha presentaba un nivel de reservas del orden de los US\$ 435,4 millones, las cuales se originan en el negocio previsional; un patrimonio de US\$ 57,3 millones e inversiones por US\$ 472,9 millones. Su razón de endeudamiento, medido como pasivos exigible sobre patrimonio, alcanzó a 7,70 veces en septiembre de 2018¹.

La clasificación de riesgo asignada a las pólizas emitidas por la compañía, "*Categoría A+*", se sustenta en la fortaleza de su balance, que se traduce en una sólida posición patrimonial y, consecuentemente, en un elevado nivel de inversión en relación con las reservas técnicas de la compañía (1,10 veces total de inversiones sobre reservas técnicas a septiembre de 2018). A ello se suma el hecho que la cartera de inversiones presenta un bajo nivel de riesgo. La estructura actual de activos y pasivos permite que la aseguradora genere un volumen de operación que facilite el acceso a economías de escala, sin necesidad de nuevos aportes de capital. Con todo, se espera que a futuro disminuya la holgura patrimonial y de suficiencia de inversión; pero, como contrapartida, se debiese tener una base más amplia de pensionados.

La tasa de reinversión de los activos es reducida a septiembre de 2018. Por otra parte, sólo la renta fija nacional calificada en A- o superior, cubre el 56% de las reservas técnicas a septiembre de 2018.

La evaluación también incorpora los mecanismos e instancias de control interno y de gestión (capacidad ejecutiva) que ha desarrollado la organización, los cuales permiten atenuar de mejor forma la exposición de la compañía a los riesgos operativos; todo ello sin perjuicio de reconocer que se trata de una materia que requiere consolidarse y perfeccionarse en el tiempo, producto del corto plazo de operación de la compañía, aun cuando es una situación que va perdiendo cada vez más peso con el tiempo. Asimismo se incorpora en la evaluación que el auditor interno (quien depende directamente del directorio), presenta un estándar adecuado bajo los parámetros de la industria.

La categoría de riesgo asignada también reconoce que la compañía ha logrado conformar equipos de trabajo profesionales, con formaciones acordes a las responsabilidades asumidas y que, dado su inserción en el grupo BTG, puede acceder indirectamente a economías de escala mediante el apoyo que recibe para los procesos de inversión y de análisis de riesgos, entre otras materias. Todo ello repercute en un bajo nivel de gastos de apoyo.

¹ Nivel de endeudamiento entregado por la CMF.

La calificación otorgada se ve restringida por cuanto la compañía lleva un bajo período operando y, por lo tanto, no alcanza aún su punto de equilibrio contable, su base estadística es poco representativa y, aún, no se ha consolidado su cultura organizacional.

La calificación otorgada también incluye como elemento adverso la dependencia que presenta la aseguradora a la operación del grupo en el cual se inserta, lo que redundaría en que cualquier efecto negativo que pueda tener repercutiría directamente en los procesos y gestión de BTG Pactual Vida. La clasificación también considera que la compañía posee un apoyo técnico y financiero (patrimonio matriz muy elevado) comparativamente moderado, en relación con otras entidades del rubro que forman parte de consorcios aseguradores internacionales con bajos niveles de riesgo, según las agencias de *rating*. Adicionalmente, la nota asignada considera como negativo la concentración de sus ingresos en el segmento previsional, que expone su desarrollo y modelo de negocio a las variables que afectan a la venta y márgenes de las rentas vitalicias.

La tendencia en la categoría de riesgo de **BTG Pactual Vida** queda “*Estable*” producto que en el corto plazo, no se visualizan cambios significativos en los elementos que determinan las fortalezas y riesgos estructurales de la compañía.

Para un aumento de la clasificación se espera que la empresa continúe creciendo con niveles de endeudamiento acotados, con riesgos controlados.

La clasificación se puede ver desmejorada, en la medida que se percibieran cambios significativos y negativos en el perfil de riesgo de la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Modelo de negocio consistente con las capacidades financiera y experiencia del grupo y sus ejecutivo.

Fortalezas complementarias

- Elevado respaldo de reservas técnicas.
- Adecuados mecanismos de control.

Fortalezas de apoyo

- Adecuados equipos de trabajos.
- Alta capitalización de la compañía (para crecimiento de corto plazo).

Riesgos considerados

- Dependencia al grupo (riesgo variable).
- Modelo de negocio en etapa de desarrollo (pero pronto a considerarse como consolidado bajo los parámetros de **Humphreys**).
- Volatilidad de algunas inversiones (impacto menor).

Hechos recientes

Resultados septiembre 2018

Durante los tres primeros trimestres de 2018, la empresa generó un primaje directo por \$ 94.356 millones, un costo de rentas por \$ 88.777 millones y un resultado de intermediación por \$1.088 millones, los cuales llevaron a un margen de contribución negativo de \$ 8.880 millones. La empresa tuvo costos de administración por \$ 2.081 millones y un resultado de inversiones de \$ 7.572 millones, lo que, sumado a otros ítems, implicó un resultado final negativo por \$ 547 millones.

Durante septiembre de 2018, los costos de administración de la compañía ascendieron a \$ 2.081 millones, representando un nivel de gasto sobre la prima directa de 2,2%.

La cartera de inversión, que comparada con el mercado presenta una mayor concentración en bonos bancarios y bonos corporativos, generó un resultado de inversión de \$ 7.572 millones los nueve primeros meses de 2018.

El nivel de endeudamiento total de la compañía es de 7,70 veces, lo que es muy bajo en comparación a otras compañías de la industria de seguros previsionales. Su patrimonio asciende a \$ 37.837 millones en septiembre de 2018.

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.

El signo "+" corresponde a aquellas obligaciones de seguros con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y fortalezas

Elevado nivel de capitalización: La compañía cuenta con un nivel patrimonial elevado, tanto en relación con las exigencias legales como en comparación con la industria de seguros de vida (el nivel de reservas sobre capital de la compañía es de 7,70 veces, mientras que el nivel de la industria es de 10,36 veces). A septiembre de 2018 el patrimonio de la compañía asciende a UF 1.383.050 muy superior al mínimo exigido de UF 90.000. Esta capitalización es la que permite el desarrollo del plan de negocios para los primeros años (se entiende que a futuro debiera aumentar el endeudamiento relativo, tendiendo al estándar del mercado). Con todo, se trata de una fortaleza asociada a la etapa de desarrollo, ya que permite el crecimiento en ventas; no obstante, se espera que tienda al estándar del mercado (y deje de ser fortaleza)

Elevado Soporte de las reservas técnicas: Las inversiones superan las reservas técnicas en 1,10 veces; y si bien parte de ellos no son representativos de reserva técnica, se trata de instrumentos susceptibles de enajenar y reemplazar por activos elegibles. Con todo, cabe precisar que esta relación debiera tender niveles de mercado, pero ahora contribuyen a un crecimiento con menor riesgo.

Control Interno: la sociedad dispone de instancias de control interno independiente y autónomo, que reportan directamente al directorio, cubriendo adecuadamente las necesidades de la compañía. El bajo nivel de sus operaciones facilita el proceso de control, sin desconocer que se inserta en un grupo con cultura al control de riesgo.

Experiencia en la industria por parte de la administración: Los principales ejecutivos de la compañía poseen una adecuada experiencia en el negocio asegurador, que combinado con la experiencia en el mercado de seguros de sus dos directores independientes, proveen a la compañía de un fuerte apoyo para todas sus áreas y para la adopción de las mejores prácticas del negocio.

Factores de riesgo

Modelo en etapa de desarrollo: La compañía tiene tres años de operaciones. A septiembre de 2018 contaba con 4.158 asegurados y con una prima directa que ascendía a \$ 94.356 millones, lo que es muy bajo en comparación con el estándar de la industria (prima directa promedio de mercado es de \$ 126.835). La misma situación permite presumir que los equipos de trabajos están consolidados, pero en sus primeras fases evolución. Se reconoce que en la medida que crece la producción de la sociedad este riesgo se va diluyendo, repercutiendo favorablemente en el *rating*.

Concentración de los ingresos: Sus ingresos provienen en su totalidad de la gestión que se realiza en la administración de la cartera de previsionales. Si bien este hecho es generalizado en algunas empresas del sector, esto no la excluye de la exposición a eventos o variables que afecten a su principal negocio (fluctuaciones de tasa, riesgo de reinversión, entre otros).

Dependencia de su matriz BTG Pactual: Si bien la aseguradora ha aumentado su grado de autonomía en la toma de decisiones con respecto a otras empresas de la matriz, **BTG Pactual Vida** posee dependencia a las áreas operacionales, de riesgo y apoyo del área inversiones (control cruzado por el área de riesgo, apoyo del área de inversiones) que tiene la matriz. El aprovechar estas sinergias con el grupo, si bien genera beneficios, la dependencia conlleva a que cualquier evento de magnitud que afecte al grupo, podría eventualmente afectar el desarrollo de la empresa de seguros. Además, el grupo, comparado con otros operadores internacionales presentes en Chile, presenta mayores niveles de riesgo país.

Volatilidad de algunas inversiones: Aun cuando las reservas técnicas presentan una elevada cobertura en términos de suficiencia de inversiones y calidad de las mismas, un porcentaje de su cartera está expuestas a variaciones de precios que podrían conllevar a reducciones de patrimonio, de esta forma en particular una caída en el valor de las cuotas de fondos de inversión, fondos mutuos e inversión extranjera afecta el valor del patrimonio.

Antecedentes generales

La compañía fue constituida en 2014 y su propiedad se concentra en BTG Pactual Chile SpA y, marginalmente, en BTG Pactual Chile Servicios Financieros S.A.

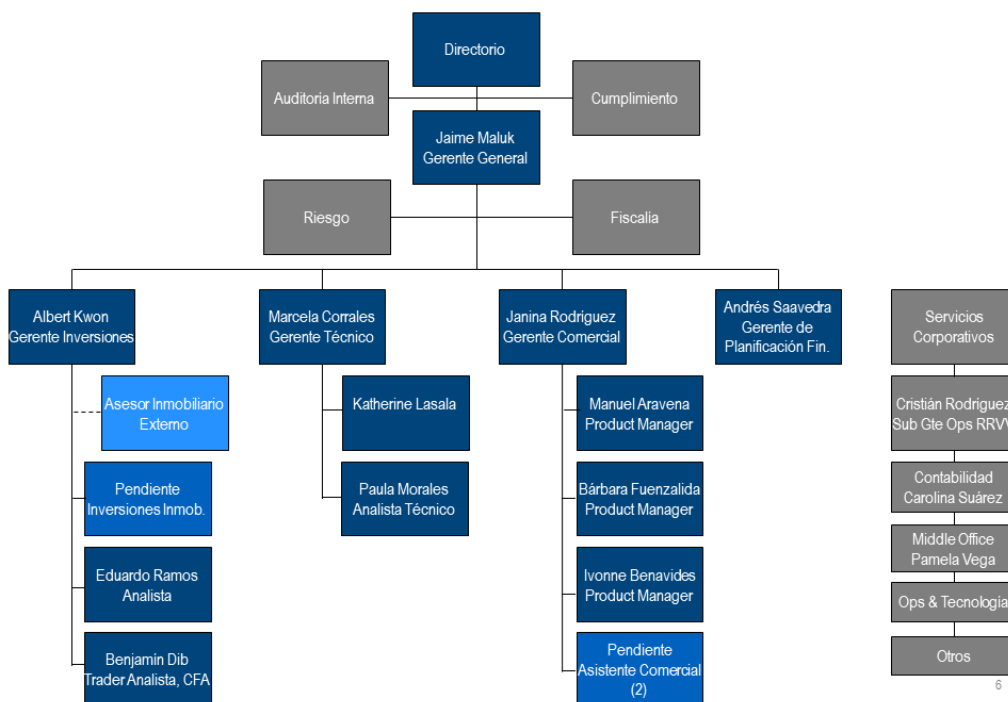
El Grupo BTG Pactual nace en 1983 con la fundación en Brasil de Pactual S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (intermediador de valores) y Pactual Administração e Participações Ltda. (Administración de activos).

Posteriormente, durante 1986, Pactual D.T.V.M. obtiene la licencia para operar como banco de inversión, dando origen a Pactual S.A. Banco de Investimentos, el que en 1989 obtiene la licencia para actuar como banco multiservicio (banco comercial, banco de inversión, administrador de activos, operador de cambios internacionales, negocios hipotecarios y, en general, actividades de ahorro y crédito). De esta manera, surge el Banco Pactual S.A., y, adicionalmente, Pactual Overseas Corp, para desarrollar las actividades internacionales del grupo. En 2006 UBS AG adquirió el grupo BTG Pactual, pasando a operar bajo el nombre UBS Pactual, en dicho proceso parte de la plana ejecutiva se retira de la propiedad, pero retorna en 2009, adquiriendo la institución y dando origen al actual grupo BTG Pactual.

El directorio de la sociedad aseguradora local está conformado por siete miembros, dos de los cuales son independientes conforme a lo que se establece en el artículo 50 bis de la Ley de Sociedades Anónimas, quienes ejercen sus funciones por un periodo de tres años, no existiendo restricciones a la reelección de los mismos. El directorio delega en la Gerencia General, a cargo del señor Jaime Maluk, quien administra la compañía en conjunto con las áreas propias de Inversión, Rentas Vitalicias, Actuaría y Planificación Financiera; y con las áreas corporativas de Riesgo y de servicios Corporativos.

A continuación se presenta la actual estructura organizacional de la empresa:

Cuadro 1: Estructura organizacional BTG Pactual Vida



Los señores Fernando Franke y Jonathan D.H. Callund integran el directorio en calidad de independientes, asimismo de la matriz de Brasil se encuentra el director André Fernandes (gerente de riesgo de la matriz en Brasil).

En los siguientes cuadros se presentan los nombres de la plana ejecutiva de la compañía.

Tabla 1: Directorio

Nombre	Cargo
Fernando Massú Taré	Presidente del directorio
Fernando Franke García	Director
Rodrigo Pérez Mackenna	Director
Luis Oscar Herrera Barriga	Director
Juan Guillermo Agüero Vergara	Director
Jonathan David Hargreaves Callundo	Director
André Fernandes López Días	Director

Tabla 2: Ejecutivos principales

Nombre	Cargo
Jaime Maluk Valencia	Gerente General
Andrés Saavedra Guerrero	Gerente de Administración y Operaciones
Albert Kwon Lee	Gerente de Inversiones
Marcela Corrales Avilés	Gerente Técnico
Janina Stella Rodríguez Arancibia	Gerente Comercial
Sebastián Sochting	Fiscal
Cristián Rodríguez Zorzano	Subgerente de Operaciones

Cartera de productos²

La exposición en el negocio de seguros de **BTG Pactual Vida**, está orientada exclusivamente a los ramos previsionales. De hecho, según información a septiembre de 2018, el 100% de las reservas técnicas, y el 100% del primaje directo son consecuencia exclusiva del negocio de rentas vitalicias en sus distintas modalidades.

En lo relativo a los canales de distribución, la comercialización de los productos se realiza preferentemente a través de asesores previsionales. La compañía no cuenta con sucursales.

Seguros previsionales

Dentro de los seguros previsionales, dada la dificultad de calzar los flujos en el largo plazo (por falta de instrumentos adecuados), es de relevancia que la compañía presente una baja exposición a reducciones en la rentabilidad futura de su portafolio de inversión. En el caso **BTG Pactual Vida** se observa que la tasa de reinversión de suficiencia de activos³ es más reducida que la del mercado, llegando a 0,98% en septiembre de 2018. Es de esperarse que a medida que madure el modelo de negocio, la tasa converja a la media del mercado.

Por su parte, los niveles de solvencia previsional, medida como el total de inversiones sobre reservas previsionales, se mantienen elevadas en relación al mercado. Por otro lado, al segundo trimestre de 2018, la compañía presentaba un exceso de inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo de 116%. A continuación se presenta la evolución del total inversiones (financieras y no financieras), y su composición por tipo de instrumentos:

² Según información proporcionada por la compañía, está ya participa del Seguro de Invalidez y Supervivencia, por lo que su prima y reservas también consideran este producto.

³ Corresponde a la TIR de reinversión que hace que el valor presente neto de los flujos de activos y pasivos sea igual a cero.

Cobertura de reservas técnicas

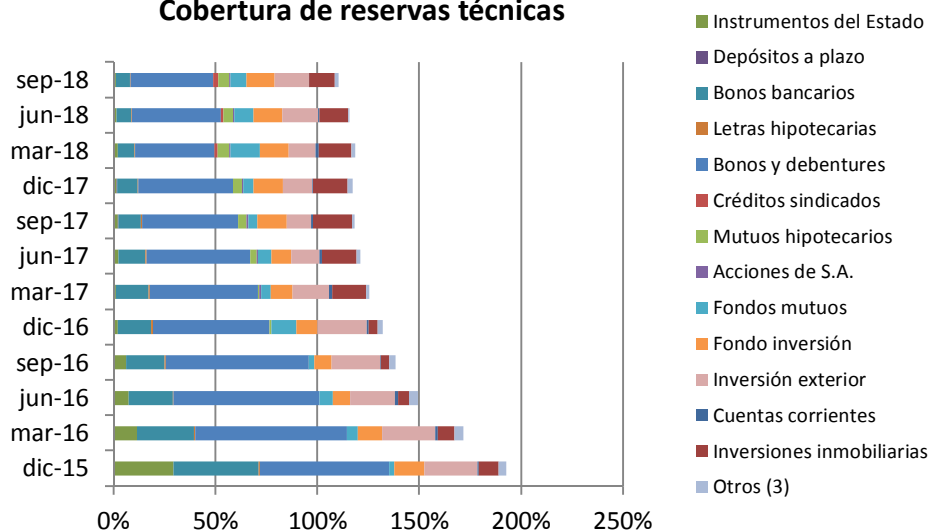


Tabla 3: Cobertura reservas técnicas

BTG Pactual Life	Sep-16	Sep-17	Sep-18
Inversiones / Reservas técnicas	1,38	1,18	1,10
Inversiones / Reservas previsionales	1,38	1,18	1,10

Mercado	Sep-16	Sep-17	Sep-18
Inversiones / Reservas técnicas	1,10	1,10	1,10
Inversiones / Reservas previsionales	1,30	1,31	1,30

Inversiones

La cartera de inversión de la compañía a septiembre de 2018 se compone mayoritariamente en instrumentos de renta fija (48,9%), siendo los más relevantes los instrumentos emitidos por empresas privadas (36,6%) y, en menor medida, los bonos bancarios. La inversión inmobiliaria presenta una proporción inferior al promedio que exhibe el mercado (11,3% para **BTG Pactual Vida** y 15,2% para el mercado). Por su parte, los fondos mutuos concentran el 7,0% del total de las inversiones de la compañía, porcentaje superior al que alcanza el sector en su conjunto (5,2%); las cuotas en fondos de inversión alcanzan un 12,6% de la cartera (y la industria un 2,1%); y, finalmente, los activos en el exterior suman 15,4% de la cartera, siendo similar a la media del mercado de 15,2%.

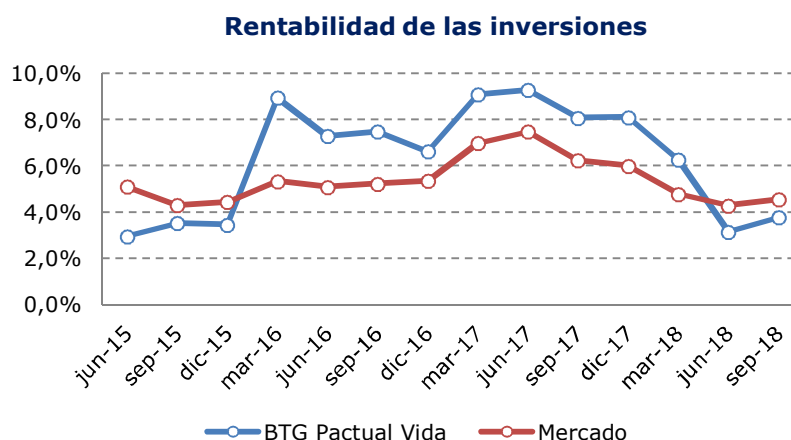
Tabla 4: Cartera de inversiones

Septiembre 2018	BTG Pactual Life	Total Cias. de Seguros de Vida
Total MM\$	317.464	40.821.300
Instrumentos del Estado	0,9%	2,2%
Depósitos a plazo	0,0%	2,1%
Bonos bancarios	6,3%	11,6%
Letras hipotecarias	0,2%	0,8%
Bonos y debentures	36,6%	29,9%
Créditos sindicados	2,3%	2,0%
Mutuos hipotecarios	4,8%	9,2%
Acciones de S.A.	0,6%	1,1%
Fondos mutuos	7,0%	5,2%
Fondo inversión	12,6%	2,1%
Inversión exterior	15,4%	15,2%
Cuentas corrientes	0,5%	0,6%
Avance tened. de pólizas	0,0%	0,1%
Inversiones inmobiliarias	11,3%	15,2%
Préstamos	0,0%	1,2%
Otros ⁴	1,7%	1,6%

A septiembre de 2018 el retorno de la cartera de inversión de la compañía presenta un nivel inferior al promedio mercado, situación similar a lo observado en el año 2015, pero que contrasta con rendimiento de los activos entre 2016 y principio de 2018.

En cuanto a la clasificación de riesgo de los instrumentos de renta fija de la cartera de inversión con clasificación superior a A-, a septiembre de 2018 cubren el 56% de las reservas previsionales.

En el gráfico siguiente se muestra la evolución de la rentabilidad de sus inversiones contrastada con lo obtenido por el mercado en su conjunto:

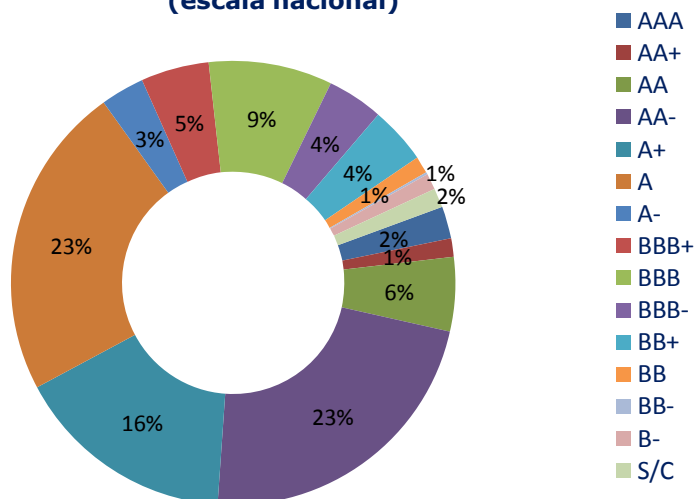


A continuación, se presenta la composición de las inversiones de renta fija (RF) según su categoría de riesgo a septiembre de 2018, siendo muy importante de señalar que las inversiones en instrumentos de renta fija

⁴ Incluye acciones de S.A. cerradas, muebles y útiles, caja, derechos por inversiones en instrumentos derivados.

nacionales representan un 87% del total de la cartera de renta fija, mientras que la inversión RF extranjera alcanza el 13% y, en conjunto, cubren el 125% de la reservas técnicas:

Instrumentos renta fija por clasificación (escala nacional)



Industria y posicionamiento

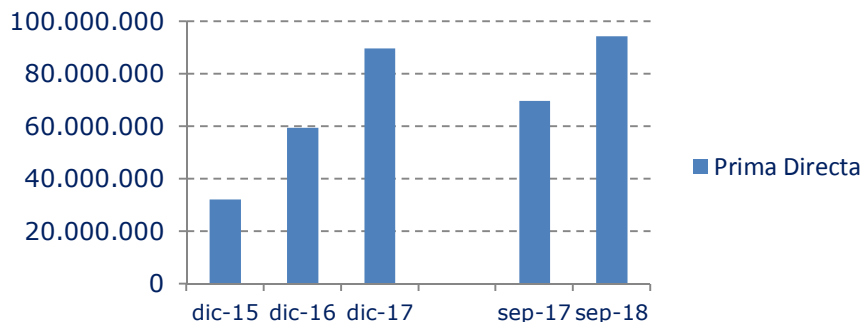
BTG Pactual Vida es un actor que, dado su modelo de negocio, presenta capacidad para incrementar su importancia relativa en la industria. A septiembre de 2018 poseía participaciones de 2,1% en términos de prima directa y 0,8% en términos de reservas técnicas del total del mercado asegurador de vida. Asimismo la compañía a septiembre de 2018 posee una participación de mercado en renta vitalicia de 6,0% de la prima directa y de 0,7% en la reservas.

Antecedentes financieros

Evolución de la prima

Las primeras primas de la compañía se comenzaron a comercializar el segundo trimestre de 2015, exclusivamente en el segmento de rentas vitalicias, alcanzando septiembre de 2018 a un primaje de \$ 94.356 millones. A continuación se muestra la evolución del primaje.

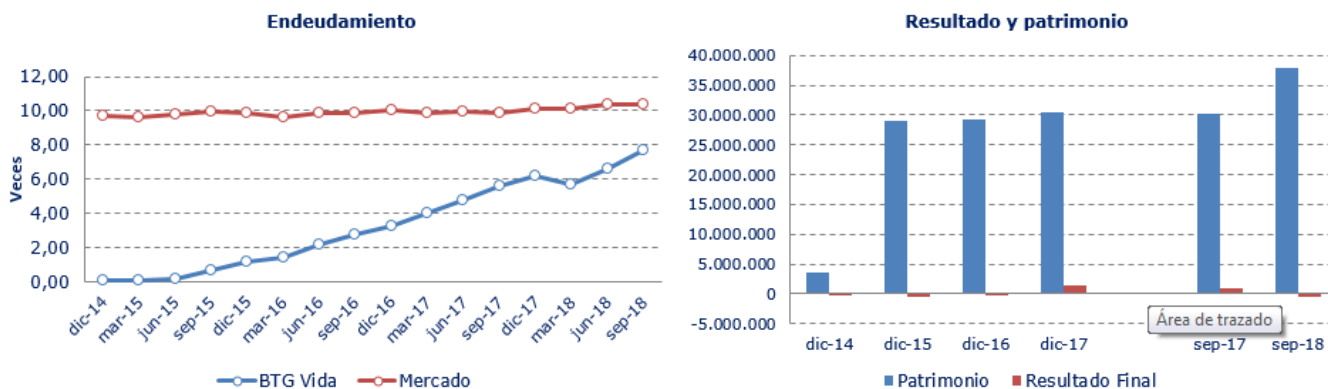
Evolución Prima Directa



Endeudamiento⁵ y posición patrimonial

La compañía muestra niveles de endeudamiento inferiores a los del mercado en su conjunto, con ratios de 7,70 veces en septiembre de 2018 (pasivo exigible sobre patrimonio), lo que se ha producido principalmente por la gran capitalización inicial de la compañía y por estar recién iniciándose en el negocio asegurador de rentas vitalicias. El aumento del nivel de endeudamiento visto entre junio 2017 y septiembre 2018 se debe a la comercialización de rentas vitalicias que implican un aumento en los pasivos de la compañía durante el 2018, situación que se debiera continuar en el futuro.

Los siguientes dos gráficos muestran la evolución del patrimonio y el nivel de endeudamiento de la compañía.



Margen y gastos

En la medida que ha aumentado el volumen de la prima directa, los costos de administración de la compañía han tendido a disminuir gradualmente en relación con la prima directa y con la retenida, llegando a niveles por debajo del mercado (más eficiente que éste). Asimismo al medir los gastos de administración y ventas con respecto al margen de contribución se aprecia que está a niveles mayores que los del mercado también.

⁵ Endeudamiento definido como Pasivo exigible sobre Patrimonio.

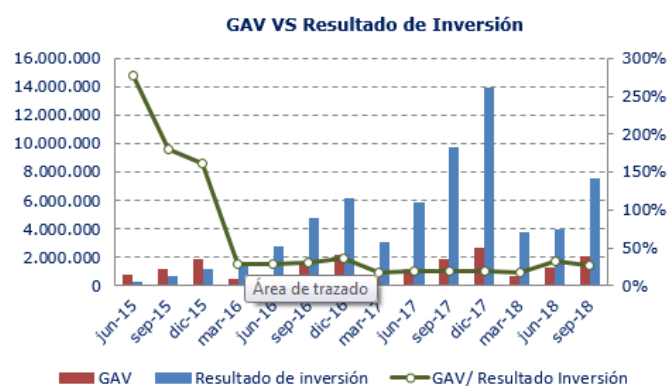
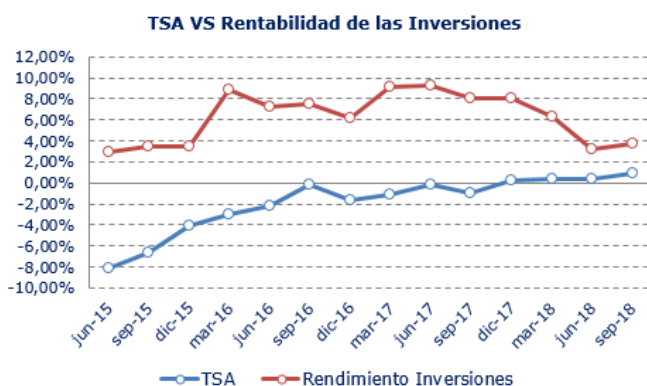
Tabla 6: Relación gastos de administración sobre primas

BTG Pactual Vida			
Indicadores	Sep-16	Sep-17	Sep-18
GAV sobre prima directa	3,3%	2,8%	2,2%
GAV sobre prima retenida	3,3%	2,8%	2,3%
GAV sobre margen de contribución	-55,6%	-34,2%	-23,4%

Mercado			
Indicadores	Sep-16	Sep-17	Sep-18
GAV sobre prima directa	10,8%	12,1%	12,6%
GAV sobre prima retenida	11,2%	13,0%	13,4%
GAV sobre margen de contribución	-109,2%	-94,3%	-130,2%

Rentabilidad

Desde el inicio de operaciones de **BTG Pactual Vida** siempre ha presentado una rentabilidad de inversión por sobre la tasa de suficiencia de activos, lo cual le ha permitido dar cumplimiento a sus obligaciones financieras con bastante holgura. Asimismo, la compañía luego de un año de funcionamiento, ha logrado disminuir los gastos de administración de ventas, los cuales en los últimos dos años representan aproximadamente el 24% del resultado de inversión.



"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".