



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Reseña anual**

Analistas

Luis Felipe Illanes Z.

Felipe Guerra T.

Tel. (56) 22433 5200

[luisfelipe.illanes@humphreys.cl](mailto:luisfelipe.illanes@humphreys.cl)

[felipe.guerra@humphreys.cl](mailto:felipe.guerra@humphreys.cl)

## **BTG Pactual Chile S.A. Seguros de Vida**

Diciembre 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 224335200 – Fax 224335201

[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Pólizas	A
Tendencia	Favorable <sup>1</sup>
EEFF Base	30 de septiembre de 2017

Estado de resultados consolidado IFRS				
M\$ de cada año	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Sep-17
Prima directa	-	32.133.658	59.566.494	69.682.770
Prima aceptada	-			
Prima cedida	-			
<b>Prima retenida</b>	<b>-</b>	<b>32.133.658</b>	<b>59.566.494</b>	<b>69.682.770</b>
Costo siniestros	-			
Costo renta	-	33.002.613	62.443.479	74.350.234
Resultado de intermediación	-	336.829	695.194	953.705
Margen de contribución	-	-1.205.784	-3.572.179	-5.621.169
Costo de administración	72.706	1.843.830	2.177.520	1.920.899
Resultado de inversiones	-	1.141.475	6.189.940	9.733.847
<b>Resultado final</b>	<b>-58.264</b>	<b>-530.883</b>	<b>-359.282</b>	<b>992.988</b>

Balance general consolidado IFRS				
M\$ de cada año	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Sep-17
Inversiones	3.625.376	62.223.854	122.824.380	196.305.898
Cuentas por cobrar de seguros	-			-
Participación reaseguro en reservas técnicas	-			-
Otros activos	112.239	878.959	1.811.872	2.185.048
<b>Total activos</b>	<b>3.737.615</b>	<b>63.102.813</b>	<b>124.636.252</b>	<b>198.490.946</b>
Reservas técnicas	-	32.933.002	94.752.078	167.427.027
Reservas rentas vitalicias	-	32.933.002	94.752.078	167.427.027
Deudas por operaciones de seguro	-			
Otros pasivos	254.879	1.156.828	690.213	921.338
<b>Total pasivo exigible</b>	<b>254.879</b>	<b>34.089.830</b>	<b>95.486.659</b>	<b>168.348.365</b>
Patrimonio	3.482.736	29.012.983	29.149.593	30.142.581
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>3.737.615</b>	<b>63.102.813</b>	<b>124.636.252</b>	<b>198.490.946</b>

<sup>1</sup> Tendencia anterior: Estable.

## 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\$ 109,2 millones en septiembre de 2017. A la misma fecha presentaba un nivel de reservas del orden de los US\$ 262,4 millones, las cuales se originan en el negocio previsional; un patrimonio de US\$ 47,3 millones e inversiones por US\$ 307,7 millones. Su razón de endeudamiento alcanzó a 5,61 veces en el tercer trimestre de 2017<sup>2</sup>.

El cambio de la tendencia de la clasificación, desde “*Estable*” a “*Favorable*” obedece a la mayor consolidación del negocio de la aseguradora, situación reflejada a septiembre de 2017 con resultados acumulados positivos, aumentando con ello la probabilidad de aumento de la clasificación en el corto plazo.

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 (1,17 veces total de inversiones sobre reservas técnicas). 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 continúe creciendo y desarrollando su modelo de negocios, incluso más que triplicando el monto de sus reservas, sin necesidad de nuevos aportes de capital. Prueba de la elevada protección de las reservas queda de manifiesto al constatar que la tasa de reinversión de los activos es negativa y que sólo la renta fija nacional calificada en A- o superior, cubre el 64% de las reservas técnicas a septiembre de 2017.

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 tiempo de operación de la compañía, aun cuando es una situación que va perdiendo peso con el tiempo. Asimismo se incorpora en la evaluación que el auditor interno depende directamente del directorio.

La categoría de riesgo asignada también reconoce que la compañía ha logrado conformar equipos de trabajos 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

<sup>2</sup> Nivel de endeudamiento entregado por la SVS.

inversión y de análisis de riesgos, entre otras materias. Todo ello repercute en un bajo nivel de gastos de apoyos.

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 de la operación del grupo en el cual se inserta, lo que redundaría en que cualquier efecto negativo que pueda tener éste 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.

Si bien la compañía ha disminuido en comparación con septiembre de 2016 los activos que producen mayor volatilidad en la cartera, continua siendo otro elemento que afecta la clasificación de las pólizas de seguros. En ese sentido, se observa la exposición a cuotas de fondos de inversión inmobiliarias y en instrumentos de renta fija calificados en grado especulativos, los cuales al tener mayor probabilidad de una baja en su valorización, podrían resentir los resultados y el patrimonio (aunque en menor proporción que en ejercicios anteriores). Con todo, ello no inhibe una elevada y adecuada protección de las reservas técnicas, ni la posibilidad de cambiar el perfil de dichas inversiones en la medida que se incremente el negocio de rentas vitalicias. Además, los análisis de **Humphreys** muestran que caídas severas en el precio de las inversiones referidas, si bien afectan el patrimonio de la sociedad, los indicadores de patrimonio y suficiencia de reservas permanecen distantes de los mínimos exigidos por la normativa vigente.

La tendencia en la categoría de riesgo de **BTG Pactual Vida** queda “*Favorable*” producto que en el corto plazo, podrían mejorar 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 la empresa no logre llegar a un punto de equilibrio en un plazo coherente respecto a los planes iniciales o que las contingencias que afectan actualmente al grupo incidan desfavorablemente en el desempeño de la actividad aseguradora o se estime que debilita su soporte grupal.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

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

### Fortalezas complementarias

- Alta capitalización de la compañía.
- Elevado respaldo de reservas técnicas.
- Adecuados mecanismos de control.

### Fortalezas de apoyo

- Adecuados equipos de trabajos.

### Riesgos considerados

- Dependencia al grupo (riesgo variable).
- Modelo de negocio en etapa de desarrollo.
- Volatilidad de algunas inversiones (impacto menor).

## Hechos recientes

### Resultados septiembre 2017

Durante los tres primeros trimestres de 2017, la empresa generó un primaje directo por \$ 69.683 millones, un costo de rentas por \$ 74.350 millones y un resultado de intermediación por \$954 millones, los cuales llevaron a un margen de contribución negativo de \$ 5.621 millones. La empresa tuvo costos de administración por \$ 1.921 millones y un resultado de inversiones de \$ 9.734 millones, lo que, sumado a otros ítems, implicó un resultado final por \$ 993 millones, lo cual está en línea con el plan de negocios de la compañía.

Durante septiembre de 2017, los costos de administración de la compañía ascendieron a \$ 1.921 millones, representando un nivel de gasto sobre la prima directa de 2,8%.

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 \$ 9.734 millones los nueve primeros meses de 2017.

El nivel de endeudamiento total de la compañía es de 5,59 veces, lo que es muy bajo en comparación a otras compañías de la industria de seguros previsionales. Su patrimonio asciende a \$ 30.143 millones en septiembre de 2017.

## 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.

## 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 5,59 veces, mientras que el nivel de la industria es de 9,85 veces). A septiembre de 2017 el patrimonio de la compañía asciende a UF 1.130.766, 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).

**Elevado Soporte de las reservas técnicas:** La inversiones superan las reservas técnicas en 1,17 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 2017 contaba con 2.314 asegurados y con una prima directa que ascendía a \$ 69.683 millones, lo que es muy bajo en comparación con el estándar de la industria. 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 presenta 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 la 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, asociada al grupo BTG Pactual, 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).

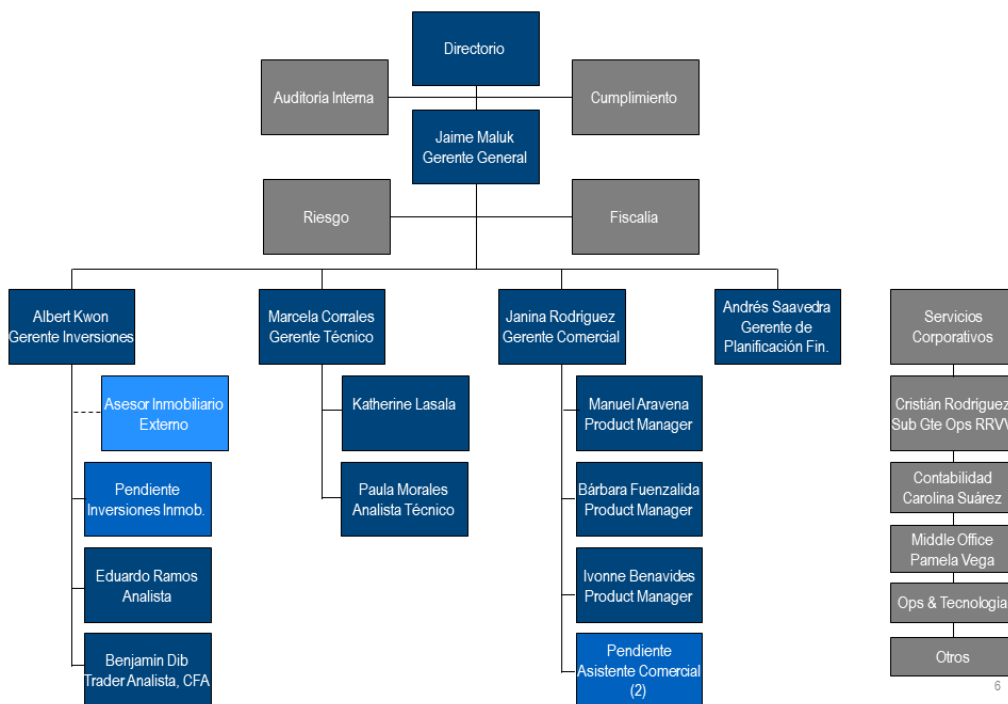
Posteriormente, durante 1986, Pactual D.T.V.M. obtiene la licencia para operar como banco de inversión, dando origen a Pactual S.A. Banco de Investimentos, el que en 1989 obtiene la licencia para actuar como banco multiservicio (banco comercial, banco de inversión, administrador de activos, operador 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 ejercerán sus funciones por un periodo de tres años, no existiendo restricciones a la reelección de los

mismos. Por su parte, la Gerencia General de la compañía está a cargo del señor Jaime Maluk, en conjunto con las áreas propias de la compañía de Inversiones, Rentas Vitalicias, Actuaría y Planificación Financiera; y a 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 José Miguel Infante Lira 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	
Fernando Massú Taré	Presidente del directorio
Luis Oscar Herrera Barriga	Director
Juan Guillermo Agüero Vergara	Director
Rodrigo Perez Mackenna	Director
André Fernandes	Director
José Miguel Infante Lira	Director
Jonathan D.H. Callund	Director



**Tabla 2: Ejecutivos principales**

Nombre	Cargo
Jaime Maluk Valencia	Gerente General
Andrés Saavedra Guerrero	Gerente de Planificación Financiera
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 productos

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 2017, el 100% de las reservas técnicas, y el 100% del primaje directo son consecuencia exclusiva del negocio de rentas vitalicias en sus distintas modalidades.

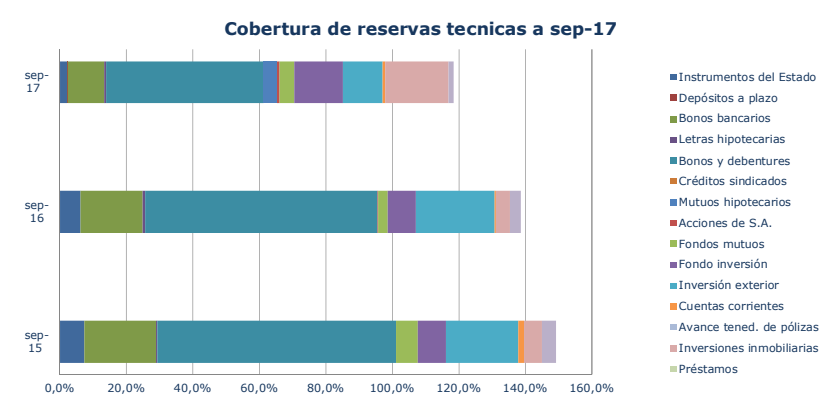
En lo relativo a los canales de distribución, la comercialización de los productos se realiza preferentemente a través de asesores previsionales. La compañía no cuenta con sucursales.

### Seguros previsionales

Respecto a la tasa de reinversión de suficiencia de activos<sup>3</sup>, se puede observar que es más baja que la del mercado, siendo negativa en 0,93% a septiembre de 2017. 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 tercer trimestre de 2017, la compañía presentaba un exceso de inversiones representativas de reservas y patrimonio de riesgo de 105%. A continuación se presenta la evolución del total inversiones (financieras y no financieras), y su composición por tipo de instrumentos:

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



**Tabla 3: Cobertura reservas técnicas**

<b>BTG Pactual Life</b>	<b>Jun-15</b>	<b>Sep-15</b>	<b>Sep-16</b>	<b>Sep-17</b>
Inversiones / Reservas técnicas	7,03	2,57	1,36	1,17
Inversiones / Reservas previsionales	7,03	2,57	1,36	1,17

<b>Mercado</b>	<b>Jun-15</b>	<b>Sep-15</b>	<b>Sep-16</b>	<b>Sep-17</b>
Inversiones / Reservas técnicas	1,11	1,12	1,10	1,10
Inversiones / Reservas previsionales	1,31	1,32	1,30	1,31

## Inversiones

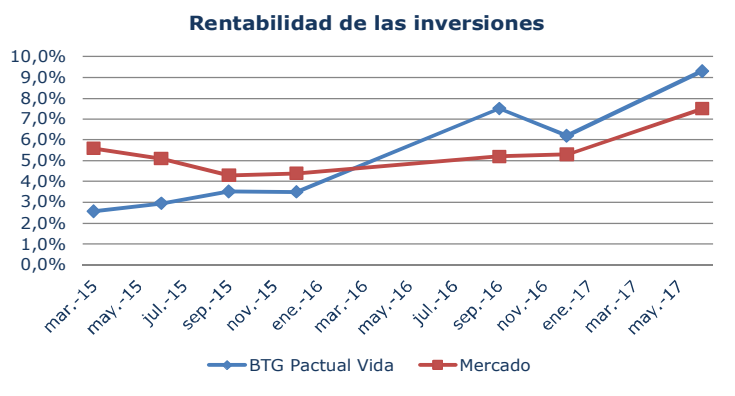
La cartera de inversión de la compañía se compone mayoritariamente en instrumentos de renta fija (55,7%), siendo los más relevantes los bonos bancarios (9,3%) y los instrumentos emitidos por empresas privadas (40,0%). También, la sociedad presenta inversiones inmobiliarias, en una proporción levemente superior al promedio del mercado (**BTG Pactual Vida** presenta un 16,2% y el mercado 15,1%). Por su parte, los fondos mutuos concentran el 3,8% del total de las inversiones de la compañía, porcentaje inferior al que alcanza el sector en su conjunto (5,2%); las cuotas en fondos de inversión representa un 12,3% de la cartera (nivel que es más alto que el de la industria que posee un 1,7%); y, finalmente, los activos en el exterior suman 10,0% de la cartera, siendo más bajo que la media del mercado de 13,7%.

**Tabla 4: Cartera de inversiones**

Septiembre 2017	BTG Pactual Life	Total Cias. de Seguros de Vida
<b>Total MM\$</b>	<b>198.133</b>	<b>37.653.312</b>
Instrumentos del Estado	1,8%	2,2%
Depósitos a plazo	0,3%	2,0%
Bonos bancarios	9,3%	12,4%
Letras hipotecarias	0,4%	1,0%
Bonos y debentures	40,0%	31,2%
Créditos sindicados	0,0%	1,7%
Mutuos hipotecarios	3,4%	8,9%
Acciones de S.A.	0,8%	1,2%
Fondos mutuos	3,8%	5,2%
Fondo inversión	12,3%	1,7%
Inversión exterior	10,0%	13,7%
Cuentas corrientes	0,6%	0,3%
Avance tened. de pólizas	0,0%	0,1%
Inversiones inmobiliarias	16,2%	15,1%
Préstamos	0,0%	1,3%
Otros <sup>4</sup>	1,2%	1,9%

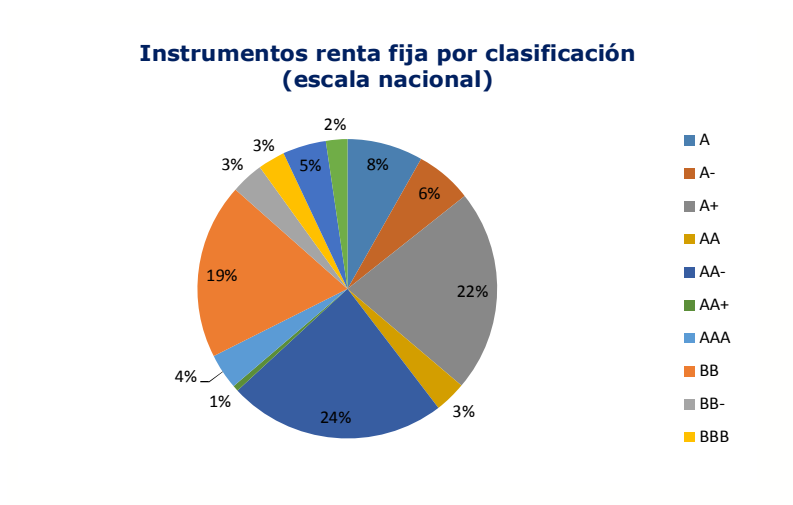
En lo que respecta al comportamiento de la cartera de inversión, en su reducido período de operación, se observan dos períodos marcados, uno en donde la compañía presenta una rentabilidad inferior al del sector y otro con una posición más favorable que el de la industria. En cuanto a la clasificación de riesgo de los instrumentos de renta fija de la cartera de inversión, que cubren el 64% de las reservas previsionales, se componen de títulos de la familia de las categorías A, AA y AAA (en AAA y AA representa un 29,8% de las reservas).

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



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

A continuación, se presenta la composición de las inversiones de renta fija (RF) según su categoría de riesgo a septiembre de 2017, siendo muy importante de señalar que las inversiones en instrumentos de renta fija nacionales representan un 85% del total de la cartera de renta fija, mientras que la inversión RF extranjera alcanza el 15%:



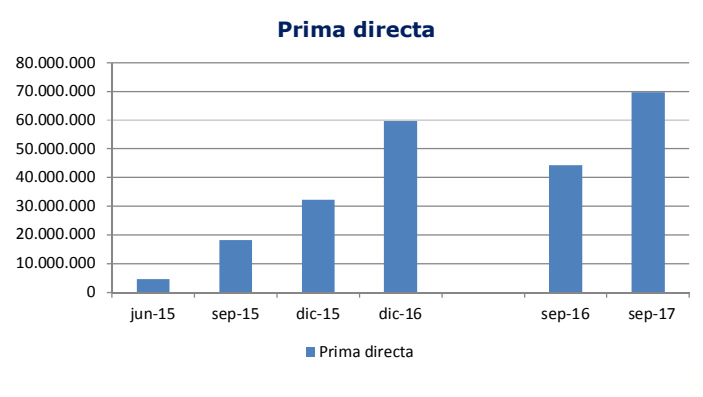
## Industria y posicionamiento

**BTG Pactual Vida** es un actor pequeño en la industria, pero con proyecciones para incrementar su importancia relativa. A septiembre de 2017 poseía participaciones de 1,6% en términos de prima directa y 0,5% en términos de reservas técnicas del total del mercado asegurador de vida. Asimismo la compañía a septiembre de 2017 posee una participación de mercado en renta vitalicia de 3,8% de la prima directa.

## Antecedentes financieros

### Evolución de la prima

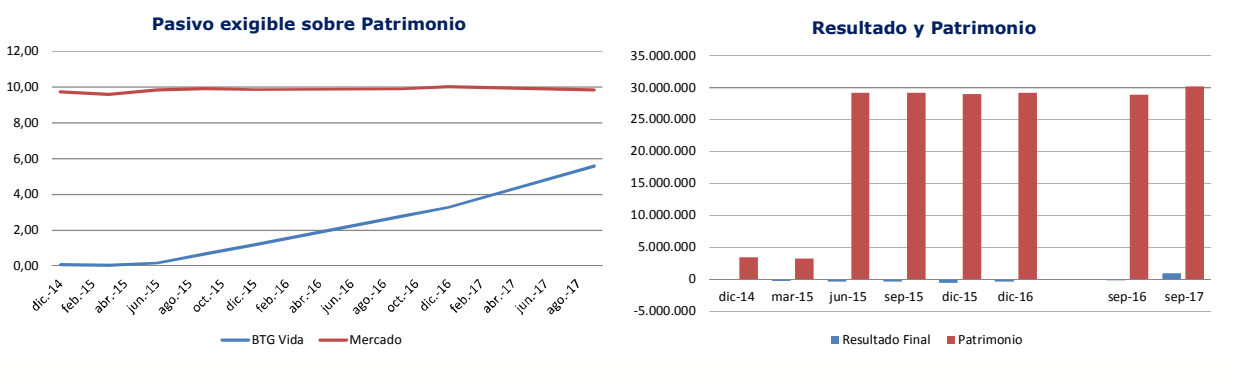
Las primeras primas de la compañía se comenzaron a comercializar el segundo trimestre de 2015, ventas que pertenece sólo a rentas vitalicias y el que a septiembre de 2017 es de \$ 69.683 millones. A continuación se muestra la evolución del primaje.



## Endeudamiento<sup>5</sup> y posición patrimonial

La compañía muestra niveles de endeudamiento inferiores a los del mercado en su conjunto, llegando a niveles de 5,59 veces en septiembre de 2017, 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 septiembre 2016 y septiembre 2017 se debe a la comercialización de rentas vitalicias que implican un aumento en los pasivos de la compañía durante el 2017, situación que se debiera ir acentuando 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 en comparación a la prima directa y retenida ha tendido a disminuir gradualmente, 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.

<sup>5</sup> Endeudamiento definido como Pasivo exigible sobre Patrimonio.

**Tabla 6: Relación gastos de administración sobre primas**

<b>BTG Pactual Vida</b>		
<b>Indicadores</b>	<b>Sep-16</b>	<b>Sep-17</b>
GAV sobre prima directa	3,3%	2,8%
GAV sobre prima retenida	3,3%	2,8%
GAV sobre margen de contribución	-55,6%	-34,2%

<b>Mercado</b>		
<b>Indicadores</b>	<b>Sep-16</b>	<b>Sep-17</b>
GAV sobre prima directa	10,8%	12,1%
GAV sobre prima retenida	11,2%	13,0%
GAV sobre margen de contribución	-109,2%	-94,3%

"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".