

INFORME DE CLASIFICACION

**BTG PACTUAL CHILE S.A.  
COMPAÑIA DE SEGUROS DE  
VIDA S.A.**

NOVIEMBRE 2016

ACTUALIZACIÓN DE CLASIFICACIÓN  
CLASIFICACION ASIGNADA EL 05.12.16  
ESTADOS FINANCIEROS REFERIDOS AL 30.09.16

|              |             |          |
|--------------|-------------|----------|
|              | Dic 2015    | Dic 2016 |
| Solvencia    | A           | A        |
| Perspectivas | CW Negativo | Estables |

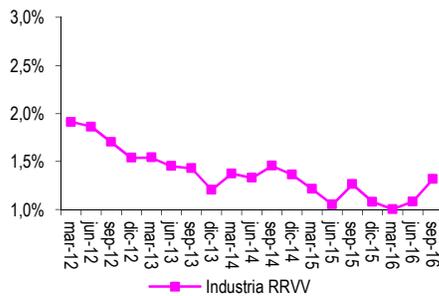
\* Detalle de las clasificaciones en Anexo.

### Estadísticas Financieras

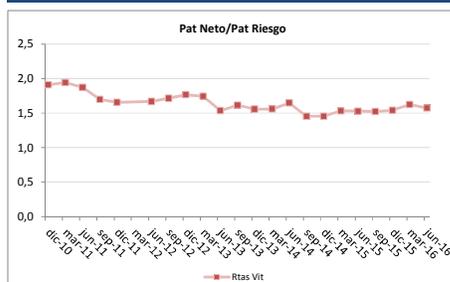
Millones de \$ de cada momento

|                           | Mar.2015 | Dic.2015 | Sept.2016 |
|---------------------------|----------|----------|-----------|
| Prima Directa             | -        | 32.134   | 44.219    |
| Costo Rentas              | -        | 33.003   | 46.357    |
| Costo Administración**    | 310      | 1.844    | 1.471     |
| Resultado Inversiones     | 22       | 1.141    | 4.809     |
| Resultado neto            | -219     | -531     | -146      |
| Total Activos             | 3.445    | 63.103   | 108.591   |
| Total Reservas Técnicas   | 0        | 32.993   | 78.963    |
| Patrimonio                | 3.264    | 29.013   | 28.867    |
| Pasivos / Patrimonio (nv) | -        | 1,2      | 2,8       |
| Pat Neto/Pat Riesgo (nv)  | 1,4      | 12,54    | 7,22      |
| Costo Adm / Inversiones   | 10%      | 3,0%     | 1,8%      |
| Resultado neto/Patrimonio | -6,7%    | -1,8%    | -0,7%     |

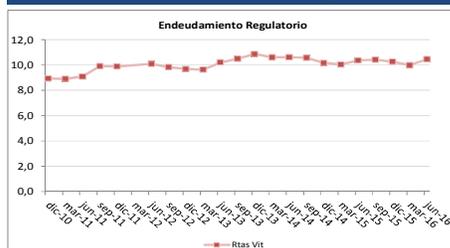
### TSA de la industria



### Industria: Patrimonio Neto / Pat. Riesgo



### Industria: Endeudamiento Regulatorio



Analista: Eduardo Ferretti Pascoe  
Eduardo.Ferretti@feller-rate.cl  
(562) 2757-0423

## Fundamentos

La ratificación de la clasificación "A" asignada a BTG Pactual Chile S.A. Compañía de Seguros de Vida (BTGP SV) considera el amplio soporte patrimonial de la compañía, el coherente plan de negocios y sustento operacional del proyecto de rentas vitalicias, así como satisfactorias definiciones de políticas de administración de inversiones, de gestión de riesgos y de gobernabilidad.

En diciembre de 2014 la aseguradora fue autorizada para operar en seguros de vida y rentas vitalicias. En abril de 2015 su patrimonio fue incrementado a \$29,6 mil millones, iniciando su actividad competitiva, con recursos suficientes para respaldar sus planes de crecimiento de los próximos años.

La aseguradora pertenece al grupo financiero de origen brasileño BTG Pactual. Su controlador directo es BTG Pactual Chile Spa (99,99%), entidad que además controla a Banco BTG Pactual Chile (A/En Desarrollo).

En 2015 el gobierno de Brasil se vio enfrentado a una fuerte presión política, asociada a denuncias de corrupción. Junto con ello el líder empresarial de BTG Pactual, André Estévez, debió enfrentar una dura denuncia de corrupción, presionando la marcha de negocios del grupo bancario y obligándolo a desarrollar una dura etapa de reestructuración interna y de deterioro de su valor económico. Hoy, el señor Estévez ha vuelto a desempeñar sus actividades de negocios. La posición financiera y la liquidez del grupo se han fortalecido satisfactoriamente, redefiniendo su organización interna, sus objetivos de negocios y sus activos prescindibles. Recientemente las clasificadoras de riesgo mejoraron el rating global del banco hasta BB-/negative, nivel similar al rating soberano de Brasil (BB/negative).

Grupo BTG Pactual sigue siendo un importante grupo financiero y de inversión en Brasil, alcanzando a septiembre 2016 activos globales administrados por cerca de US\$43 mil millones y un patrimonio de US\$8 mil millones. En Chile, el grupo está presente desde 2012, tras la adquisición de CELFIN Capital y sus filiales de corretaje y administración de fondos.

La aseguradora nacional está focalizada en el segmento de rentas vitalicias, contando con un plan de ventas conservador, que contempla la distribución a través de asesores previsionales, sobre una base operacional de alta eficiencia. Producto de los hechos reputacionales enfrentados a fines de 2015 la aseguradora enfrentó una corta etapa de baja

actividad comercial. No obstante ello, en febrero 2016 recupera competitividad, alcanzando ventas por UF 1,8 millones a octubre 2016, y un 2% de participación. La tarificación se sustenta en prácticas de mercado, contando con bases actuariales robustas y alineadas a las exigencias normativas de la industria. Las operaciones comerciales y reservas técnicas se soportan en procesos y mecanismos utilizados y validados por el mercado. Las políticas de gestión de riesgos y los controles operacionales son parte relevante de la filosofía de negocios, y están dimensionadas para responder a las presiones generadas por la coyuntura.

La gobernabilidad de BTGP SV se fundamenta en un Directorio renovado recientemente, ingresando Juan Guillermo Agüero y Fernando Massú, Country Head y Presidente de BTG Pactual Chile respectivamente. La plataforma de gerenciamiento está alcanzando una satisfactoria consolidación apoyada por un proyecto global donde la aseguradora juega un importante rol para el modelo de negocios matricial.

En régimen el proyecto contempla un leverage patrimonial en torno a la media de mercado, alineado a su exposición a riesgos de mercado. A septiembre 2016 llega a 2,8 veces. Las operaciones de la aseguradora se soportan en una estructura muy funcional y eficiente, contando además con el apoyo y respaldo logístico del grupo BTG Pactual Chile.

El amplio excedente de patrimonio neto permite flexibilidad de inversiones, lo que se refleja en algunos puntos de mayor rentabilidad que la presupuestada. Ello no limita el sólido respaldo crediticio de los activos que respaldan las obligaciones vigentes.

## Perspectivas: Estables

En el largo plazo la aseguradora enfrentará los riesgos de su industria, expuesta a ajustes de mortalidad, descalce de activos y pasivos, rentabilidad de los portafolios de inversiones, control de gastos, reformas previsionales y competitividad.

En el corto plazo sus desafíos son lograr una favorable complementación con el plan de negocios del grupo en Chile. Ello, junto al fortalecimiento del perfil de su casa matriz permitiría revisar sus clasificaciones al alza.

### FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

#### Fortalezas

- Fuerte compromiso financiero y de gestión de activos del grupo propietario.
- Conservantismo de las políticas de administración de inversiones y operaciones.
- Modelo de negocios muy focalizado, alta eficiencia operacional.
- Existencia de sinergias y eficiencias compartidas con BTG Pactual Chile.
- Mercado objetivo en crecimiento.

#### Riesgos

- Desempeño de la Reconfiguración de BTG Pactual Chile.
- Presión por alcanzar escala óptima.
- Competitividad del segmento.
- Riesgos actuariales y de reinversión.
- Altas exigencias regulatorias y de solvencia sobre rentas vitalicias.
- Escenarios de reformas sobre el entorno de los seguros previsionales.

|              |          |
|--------------|----------|
| Solvencia    | A        |
| Perspectivas | Estables |

### Propiedad

*BTG PACTUAL Chile S.A. Compañía de Seguros de Vida pertenece, a través de BTG PACTUAL Chile Spa, al grupo inversionista del Brasil, BTG PACTUAL, de dilatada trayectoria en el sector financiero de ese país y de la región. Con posterioridad a la detención de André Estevez, el control de la propiedad del banco fue traspasado a un grupo de siete partners, asumiendo un nuevo CEO en reemplazo del señor Estevez.*

*Banco BTG Pactual S.A., entidad bancaria regulada por el Banco Central de Brasil, es su principal activo. Está clasificado en escala internacional en "BB-" por tres agencias internacionales de ratings. Recientemente fue mejorada su clasificación, obedeciendo al importante proceso de desinversión, de fortalecimiento de su solvencia y de la liquidez necesaria para prepagar pasivos con el gobierno federal, recomprar acciones y respaldar sus compromisos de más corto plazo.*

### Directorio

| Nombre                            | Fecha Nominación |
|-----------------------------------|------------------|
| Fernando Massú Taré               | 29-11-2016       |
| José Miguel Infante Lira          | 29-11-2016       |
| Jonathan David Hargreaves Callund | 29-11-2016       |
| Juan Guillermo Agüero Vergara     | 29-11-2016       |
| Alejandro Montero Purviance       | 29-11-2016       |
| Luis Oscar Herrera Barriga        | 29-11-2016       |
| Manuel Gorito                     | 29-11-2016       |

### PERFIL DE NEGOCIOS

*Modelo de negocios simple y altamente regulado.*

- A Chile el grupo BTG PACTUAL ingresó en 2012 a través de la adquisición del control de CELFIN Capital, entidad que operaba en la banca de inversión desde 1988. Los accionistas controladores de Celfin continuaron participando en el nuevo proyecto bajo la figura del partnership, estrategia utilizada por BTG Pactual para retener los talentos y liderazgos de los diversos modelos de negocios coexistentes en cada país en que ingresan. En noviembre de 2016 se cumple el plazo para que los accionistas originarios de CELFIN decidan mantenerse o salir del pacto. Ello se está reflejando ya en diversos ajustes organizacionales a la cúpula superior.
- La aseguradora fue autorizada a operar mediante Resolución SVS 319 de diciembre de 2014.

### Etapas corporativas de la Propiedad Global.

- Actualmente, BTG Pactual basa su estrategia en la administración de fondos de ahorro de terceros, sobre la base del crecimiento regional, en zonas del continente latinoamericano, donde la combinación entre la gestión de inversiones y del ahorro de largo plazo configuran un proyecto de intermediación considerablemente alineado. La renta vitalicia colabora a cubrir las necesidades de administración del ahorro de una población que envejece y que requiere de una gestión racional y confiable de sus inversiones de largo plazo. El concierto latinoamericano está demandando estas características, lo que genera mercados financieros más transparentes, atractivos y eficientes, que favorecerán la intermediación.
- En Chile el grupo BTG Pactual se hizo cargo de una entidad de gestión de inversiones en plena marcha, a la que agregó unidades operacionales complementarias, como el Banco y la Aseguradora. Ello con el objetivo de ajustar la mecánica global, aplicar un conjunto de sinergias administrativas, operacionales y de gestión de inversiones, que apoyaran los proyectos en desarrollo. Colabora también a ello la homogeneidad y las características esencialmente financieras de los productos considerados.
- Después de la crisis por la que el grupo BTG Pactual ha atravesado, hoy está enfrentando un importante cambio en su interior. En Chile se prepara su relanzamiento corporativo habiendo realizado ya una importante reestructuración interna, reemplazando parte de la plana superior, e ingresando nuevos ejecutivos regionales o locales. De este relanzamiento se debiera ver beneficiada la banca y sus operaciones de wealth management, así como la productividad de la aseguradora.

### Directorio de la aseguradora

Para dar cabida a los ajustes internos hoy en pleno desempeño, el mandato de la junta de accionistas realizada el día 29/11/2016, ha dado configuración a este renovado Directorio responsable de desarrollar y gestionar la actual etapa de la aseguradora y del grupo en Chile. Constituido por 7 integrantes, el Directorio está diseñado para dar adecuada cobertura a las obligaciones de los diversos comités en que sus integrantes deben interactuar. Como estaba configurado anteriormente, se ha mantenido la participación de dos directores independientes.

### — CLASIFICACIÓN DE RIESGO SOBERANO DE BRASIL

Actualmente, la calificación del riesgo soberano de Brasil está en categoría BB/negativas, por tres calificadoras internacionales. Un presionado desempeño económico y una fuerte crisis institucional y política mantienen una permanente presión sobre su estabilidad interna, al tiempo que su economía sigue expuesta a la volatilidad de la actividad económica internacional.

### Hechos relevantes 2015/2016

Después de los acontecimientos enfrentados por André Estévez en noviembre de 2015, que pusieron una inusitada presión sobre el prestigio del grupo BTG Pactual y su red de filiales, finalmente, en mayo 2016, después de ser liberado por la justicia el señor Estévez vuelve a participar como asesor en el grupo brasilero. Durante esta debilitada etapa, desde noviembre 2015 a mayo 2016 el directorio de la sociedad matriz había designado al señor Persio Arida en calidad de CEO junto a otros ejecutivos, en tanto que el señor Estévez renunciaba a su cargo ejecutivo y a sus derechos de representación en la sociedad, traspasando sus acciones con derecho a voto a un conjunto de los principales partners a cambio de acciones comunes sólo con derechos económicos, sin pago de prima por control. Con ello se logró una rápida

|              |          |
|--------------|----------|
| Solvencia    | A        |
| Perspectivas | Estables |

#### Administración vigente a Sept 2016

| Nombre               | Cargo                        | Fecha Nombramiento |
|----------------------|------------------------------|--------------------|
| JAIME MALUK V        | Gerente General              | 19-12-2014         |
| ANDRES SAAVEDRA G    | Gerente de Adm y Operaciones | 19-12-2014         |
| JANINA RODRIGUEZ A.  | Gerente Comercial            | 19-12-2014         |
| ALBERT KWON LEE      | Gerente Inversiones          | 19-12-2014         |
| MARCELA CORRALES A   | Gerente Técnico              | 19-12-2014         |
| CRISTIAN RODRIGUEZ Z | Subgerente de Operaciones    | 19-12-2014         |

reestructuración interna, para enfrentar las presiones regulatorias que este evento podría generar respecto del gobierno corporativo de la entidad bancaria.

Durante esta difícil etapa la entidad bancaria ha reconfigurado su estructura financiera, logrando créditos estatales y enajenando activos prescindibles, con el objetivo de fortalecer su liquidez y respaldar los rescates de obligaciones que debió enfrentar.

En Chile, el potencial debilitamiento de negocios que se produjo producto del deterioro del perfil reputacional se hizo visible en algunos eventos y planes de negocios, ralentizando el proyecto bancario de integración de operaciones, que quedó a la espera de la autorización regulatoria. La aseguradora también debió enfrentar nuevas revisiones y reducción temporal de las ventas.

No obstante, en 2016 la administración de la aseguradora ha logrado reposicionar su oferta recuperando buena parte de la producción presupuestada, alcanzando un crecimiento conservador pero sostenido, tanto en activos administrados como en reservas técnicas comprometidas. El riesgo de una eventual insolvencia de su matriz bancaria en Brasil ha disminuido restando entonces lograr un relanzamiento satisfactorio de la entidad local. Por otra parte, dada la estructura de solvencia y las regulaciones locales, el riesgo de contagio financiero ante una eventual insolvencia de la matriz es acotado, y sujeto a las exposiciones en activos relacionados y a aportes de capital comprometidos.

En Chile, la entidad aseguradora reporta a esta fecha una limitada exposición en inversiones en deuda emitida por Banco BTG de Brasil, en tanto que la gestión de inversiones se mantiene apegada a los criterios matriciales y políticas preestablecidas, sujetas a las decisiones del comité y directorio cuando corresponde.

Por otra parte, la importante inversión de capital efectuada en abril 2015 por \$26 mil millones, deja a la aseguradora suficientemente capitalizada para sostener su accionar comercial en el segmento de rentas vitalicias en el mediano plazo, sujeto al volumen de ventas concretadas y sus costos.

## Estrategia y posición competitiva

### *Foco en la comercialización de seguros previsionales.*

La estrategia de negocios de BTGP SV consiste inicialmente en focalizarse en el segmento de rentas vitalicias previsionales. El proyecto medular contempla un plan de ventas anuales de rentas vitalicias conservador y alineado con los recursos de patrimonio utilizado y disponible, con el objetivo de alcanzar en un plazo mediano una participación en reservas administradas del orden del 2% del mercado relevante, hoy en 0,3%. El plan de negocios considera la venta segmentada a través del canal asesores previsionales (AP) y venta directa.

El mercado de rentas previsionales alcanzó en 2015 a unos UF 94 millones, marcando una alta preferencia por vejez normal y donde un 60% de los cierres de negocios estuvieron concentrados en cuatro aseguradoras. A sept 2016 ya se había superado los 83 millones de UF en ventas, un 21% de incremento, lo que hace prever un cierre 2016 en torno a los UF 110 millones. La obligación de uso del sistema SCOMP ha facilitado el acercamiento entre demanda y oferta, aunque todavía es posible mejorar la información entregada al demandante para comparar y elegir el vínculo con el rentista potencial. A través de su historia, en pocas oportunidades el mercado de rentas vitalicias ha registrado una caída en ventas, siendo el año 2014 uno de ellos. Con todo, hacia adelante la administración de BTG SV proyecta ciclos de mayor demanda. La competencia relevante, el retiro programado, está enfrentando los efectos de una fuerte campaña pública anti sistema de AFP.

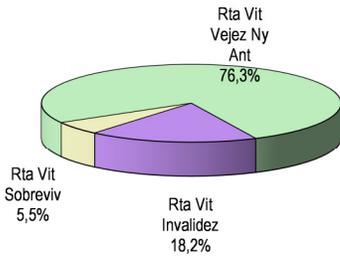
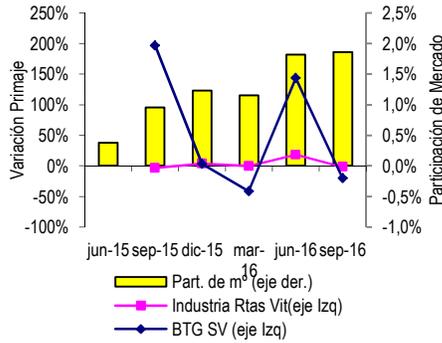
La estrategia comercial contempla, como es propio de la regulación vigente, utilizar desde el inicio la oferta por intermedio del sistema SCOMP, conforme a las normas del procedimiento regulatorio y, basada en un sistema cotizador válidamente probado y auditado.

El sistema SCOMP ha ido madurando y entregando información muy completa para la toma de decisiones estratégicas y competitivas. A su vez, entrega una extensa información al afiliado que busca pensionarse, respecto de las ofertas presentadas por las aseguradoras. Todas las ofertas son vinculantes para la aseguradora, la que sólo puede mejorar la pensión por fuera del sistema. El canal Asesor Previsional ayuda al afiliado a tomar una decisión de pensión, lo que involucra una alta responsabilidad contractual frente al futuro pensionado y frente a la propia aseguradora.

Hasta septiembre 2016 BTGP SV había comercializado UF 1,7 millones, logrando una participación del 2% sobre la prima anual, para un mercado que reporta ingresos por UF 83

|              |          |
|--------------|----------|
| Solvencia    | A        |
| Perspectivas | Estables |

**Variación Venta mensual, PM y cartera**



millones en los primeros 9 meses del año. La cartera se subdivide en rentas vejez normales/anticipadas 76%, y un 24% en Invalidez/sobrevivencia. Las tasas de venta de BTGP SV están marginalmente por sobre la media de mercado. Durante los meses más complejos del término del año 2015 la venta se redujo fuertemente, en parte por efectos reputacionales pero también de carácter regulatorio, para posteriormente, a partir de febrero 2016 comenzar a recuperar su productividad. En julio 2016 vuelve a caer la venta, coincidiendo con una reducción de las tasas de referencia. Posteriormente se recupera la producción, aunque a menor ritmo, ante una reducción de las tasas de venta y de la demanda. Se recurre fundamentalmente a canales de venta independientes formados por asesores previsionales y a la venta directa, lo que permite lograr una tasa media de costo de intermediación en torno al 1% de las primas comercializadas. Las primas medias del periodo de comercialización se registran en el entorno de UF 3500, superior al presupuesto proyectado. La participación de BTGP SV en el canal AP es comparable con la de la mayoría de las aseguradoras, entre 100 y 200 asesores con producción, en un mercado en que destaca Penta como la compañía líder en ese canal. A septiembre 2016 los cinco principales actores de RV (Consortio, Confuturo, Metlife, Penta, Bice) captaban el 74% de la producción total. En su mayoría son muy activos en el canal Agente más que en el canal Asesores.

**Perfil Financiero**

*Patrimonio enterado en abril de 2015 permite respaldar una etapa de crecimiento intensiva en costos contables y gestión de inversiones.*

La fuerte demanda de recursos patrimoniales que impone el modelo de rentas vitalicias es aplicable a todos los actores presentes en la industria. La diferencia respecto del actor recién entrante la hacen la visibilidad e impacto de las pérdidas contables que genera el ciclo de ventas de los seguros previsionales y la capacidad de los recursos disponibles para tomar las oportunidades que puede entregar el mercado financiero. A favor de este modelo de negocios está que tanto la prima no consumida como el patrimonio invertido son gestionados por la administración de la aseguradora durante toda la vigencia del seguro. Además, las aseguradoras de reciente formación no cargan con una fuerte presión de costos regulatorios generados por la revisión de tablas actuariales de rentas vitalicias, efectuada periódicamente desde hace ya unos 11 años, cuyos principales efectos, los de la primera revisión, se difirieron por 20 años, hasta junio de 2028. Hoy día las tablas actuariales se deben revisar cada 5 años, la más reciente está siendo aplicada desde julio 2016 y puede diferirse como máximo hasta en 6 años.

En el caso de BTGP SV pasaran muchos años antes que los cambios de tablas actuariales lleguen a jugar un rol relevante sobre sus resultados, Hoy, dependiendo de la velocidad impuesta al proyecto, su estructura financiera se puede ver presionada por los costos de reservas, por su patrimonio de riesgo y por el superávit de inversiones. Por ello, contar con un importante capital inicial aportado por el accionista es esencial para respaldar los primeros años sin depender de nuevas capitalizaciones. Además, ello fue una muestra palpable del compromiso del accionista en el desarrollo del proyecto local. Los eventos matriciales no pusieron en riesgo su capitalización, estando suficientemente aislada de eventuales presiones crediticias externas.

Con el patrimonio comprometido al inicio, aportado en el segundo trimestre 2015, el proyecto se mantiene financiado por un extenso periodo, dependiendo fundamentalmente de la producción anual, de la estructura de costos de rentas que se deba enfrentar y del leverage gestionado. Conforme al modelo propuesto, en régimen la administración proyecta endeudamientos en torno a la media de la industria, hoy entre 11 y 12 veces, sujeto a la exposición a riesgos de mercado. Ello le permitiría mantener niveles de solvencia sólidos para respaldar sus obligaciones de largo plazo. A sept 2016 el leverage llegó a 2,8 veces y el financiero a 0,11 veces. El superávit de inversiones representativas era de \$8.332 millones y el exceso de inversiones no representativa sumaba \$15.900 millones. Los instrumentos no admitidos, sea por sus características intrínsecas o por su clasificación de riesgo, alcanzan a unos \$10 mil millones aproximadamente. El patrimonio neto excede al patrimonio de riesgo en \$24.800 millones, señalando con ello que existe un amplio patrimonio de resguardo para el financiamiento del presupuesto. Por ello, una de las fortalezas que debe mantener la aseguradora a lo largo de su trayectoria es la capacidad para rentabilizar sus inversiones representativas y no representativas, junto con lograr mantener una satisfactoria flexibilidad para transformar inversiones no representativas en representativas, a medida que el proyecto de venta se va consolidando.

El segundo componente de ingresos más relevante después de la venta de seguros es el producto financiero. Por ello, a partir de cierto volumen de activos administrados la aseguradora comienza a generar un importante retorno de inversiones, que le permite cubrir en forma

|              |          |
|--------------|----------|
| Solvencia    | A        |
| Perspectivas | Estables |

creciente sus costos contables de reservas, de comisiones y de la operación. Con todo, el crecimiento conlleva aumentos en el patrimonio de riesgo y presiones sobre el superávit de inversiones, que se deben respaldar con los activos de respaldo excedentarios.

## Suficiencia de patrimonio de riesgo y escenarios de sensibilización

*El patrimonio inicial logra cubrir los riesgos propios del ciclo de formación de los negocios*

Bajo el modelo de solvencia que Feller Rate aplica a la industria de seguros de vida, los riesgos relevantes se circunscriben a la reinversión de activos financieros, con tasas de reinversión que permitan el pago de sus obligaciones y, por tanto coherentes con las tasas comprometidas a sus asegurados. Otros elementos relevantes son la evolución de la sobrevivencia de la cartera de rentistas, el perfil de sus inversiones y, el riesgo operacional de la gestión aseguradora y financiera.

Bajo este modelo de análisis, la estructura de resguardos que el proyecto BTGP SV contempla es muy satisfactoria. En lo medular, no contiene riesgos de ajustes relevantes a la mortalidad, como ocurre con la gran mayoría de las aseguradoras de larga trayectoria en el mercado. Por ello, utilizar tablas actuariales regulatorias actualizadas recurrentemente debiera reducir el riesgo de desajuste potencial. Aunque actualmente se enfrentan importantes desafíos regulatorios y reformativos, sea por revisión de tablas actuariales bajo un prisma de alta exigencia, o por la necesidad de mejorar la cobertura otorgada por el sistema de pensiones, BTGP SV está comprometida a dar un satisfactorio cumplimiento a las crecientes exigencias operacionales, de solvencia y de servicio al asegurado, lo que la mantiene permanentemente enfocada en maximizar su capacidad de respuesta.

El riesgo de las aseguradoras de rentas vitalicias, la reinversión y la sobrevivencia están medidos actualmente por el modelo denominado TSA regulatorio, lo que se traduce en la obligación de mantener un perfil financiero de alto conservantismo y una gestión muy fina del calce de activos y pasivos. A la fecha el TSA de la aseguradora es negativo (-0,2%) debido a la etapa altamente capitalizada que registra, y no es comparable con el segmento de entidades en régimen (TSA de 1,32%). La tendencia del TSA de BTGP SV, muestra una alineación hacia la industria, a medida que sus pasivos de largo plazo crecen.

Desde la perspectiva de la administración interna, los riesgos financieros están satisfactoriamente supervisados, adecuándose a las políticas y controles que aplican los diferentes comités diseñados para tales efectos (ALM, Técnico y Auditoría/Riesgos), en que participan directores y ejecutivos. Finalmente, el riesgo operacional del negocio es acotado, dado las características altamente reguladas del ciclo de rentas vitalicias y el apego que debe manifestar la aseguradora al conjunto de normas y procedimientos que obligan a ese sector. La administración ha ido superando obstáculos operacionales y dando paso a mejoras e inversiones de respaldo, que le permitan dar un mejor soporte a su gestión comercial, financiera y competitiva. Una difícil etapa se vivió con motivo de las inundaciones que afectaron al sector del río Mapocho, colindante con las torres de oficinas en que se encuentran las dependencias del grupo en Chile. Ello obligó al grupo a trasladarse momentáneamente de lugar de operaciones, lo que puso a prueba todo el programa de respaldo de BTG Pactual en Chile. A la fecha ya están operando normalmente en sus dependencias originales.

La estructura administrativa manifiesta bastante estabilidad y consolidación restando sólo algunas funciones complementarias a la gestión de inversiones.

El proyecto considera diversos escenarios de sensibilización, fundamentalmente vinculados a desajustes en los costos de reservas y en la rentabilidad de inversiones. Este último representa el factor de impacto más relevante en el rendimiento esperado y en el plazo de alcance de un tamaño de equilibrio. A la fecha la rentabilidad alcanzada por las inversiones ha superado el plan.

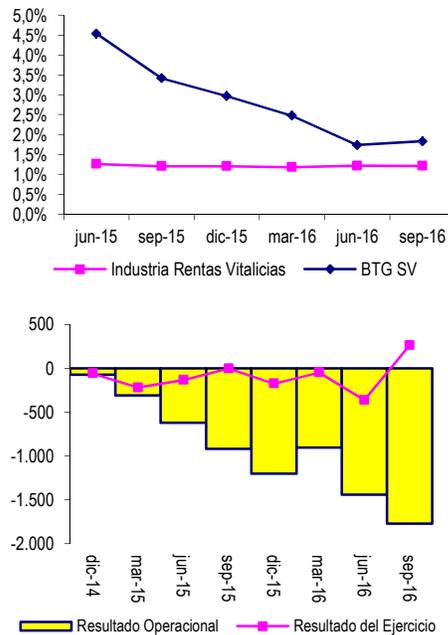
## Bases de eficiencia y rentabilidad del proyecto

*Eficiencia operacional, acotados costos de reservas y suficiencia en la rentabilidad de inversiones son los pilares fundamentales.*

Aunque se podría requerir de alguna inversión destinada a relanzar la marca corporativa, compartiendo gastos, bajo su modelo de negocios la compañía reporta una carga eficiente de

|              |          |
|--------------|----------|
| Solvencia    | A        |
| Perspectivas | Estables |

**Eficiencia y Rentabilidad  
GAV/Inversiones  
ROP y ROE**



gastos operacionales con indicadores de costo/inversión muy satisfactorios, en línea con las etapas de negocios que vive y la evolución que reporta. La estructura comercial presenta una estructura de costos esencialmente variable y soportada en canales externos e independientes.

Los niveles de gasto operacional son muy acotados, esencialmente destinados en el inicio a la adquisición y puesta en operación de los sistemas de información. Sus principales soportes operativos se basan en plataformas utilizadas regularmente en la industria financiera y aseguradora, tanto de administración de inversiones, de reservas de rentas vitalicias, de tesorería y, de gestión financiero contable.

Los gastos operacionales del proyecto son proyectables con suficiente razonabilidad y se sitúan en torno a estándares similares a los de régimen de la industria focalizada casi exclusivamente en rentas vitalicias.

La obtención de utilidades está sujeta a alcanzar el crecimiento proyectado en ventas y reservas, y a obtener el retorno suficiente de inversiones junto a un adecuado control de los costos operacionales.

Respecto de la rentabilidad de inversiones, a la fecha el rendimiento es superior a lo proyectado, y muy superior también a las tasas de venta de rentas vitalicias.

A septiembre 2016 la tasa de gastos a inversiones se situaba en 1,8% manifestando una importante reducción anual. En régimen las aseguradoras de mayor eficiencia alcanzan niveles del 0,4%. La tasa de gasto a primas llegó a 3,3%, que está en los niveles de optimización esperados, en torno al 3% a 4% de gasto/primas.

**ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS**

*El riesgo actuarial y las tasas de interés de largo plazo representan el foco de análisis de riesgo permanente.*

**Resultados técnicos**

*Costos de rentas vitalicias vinculados a las tasas de mercado en UF.*

La focalización exclusiva en el segmento de rentas vitalicias que caracteriza al proyecto BTGP SV centraliza su viabilidad y rentabilidad en dos aspectos centrales. La rentabilidad de inversiones y los costos de reservas. Ambos conceptos están íntimamente ligados a la evolución de las tasas de interés de largo plazo en UF, del mercado nacional. Escenarios de tasas a la baja se reflejan en correcciones a la tasa de interés de descuento de las reservas de rentas vitalicias, incrementando su costo de reserva.

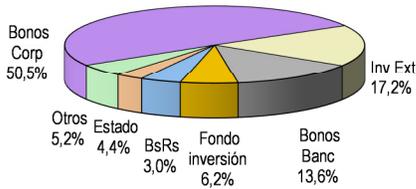
Por otra parte, el desempeño actuarial de la cartera de rentistas juega un rol importante en el retorno del proyecto. Aunque muy visible en el largo plazo, potenciales desajustes a las tablas regulatorias puede ser corregido con cierta seguridad, mediante la actualización que debe efectuar el regulador en forma periódica a las tablas actuariales utilizadas para reservas técnicas. Por ello, es posible suponer que en el largo plazo la estimación de la reserva técnica de las rentas vitalicias converge hacia el comportamiento dinámico efectivo de la media de la población. Carteras sesgadas hacia niveles extremos de ingresos, de género o de localización geográfica pueden sin duda incorporar riesgos de desviaciones estadísticas que cada aseguradora debe valorar e incorporar a su tarificación.

A lo largo de los cerca de 20 meses de actividad competitiva BTGP SV ha logrado mantener su tasa de ventas de rentas vitalicias en torno al 2,8%, en tanto su tasa de rentabilidad de inversiones de respaldo ha aumentado desde un 3,8% en 2015 hasta un 4,5% en 2016. Así, el spread ha mejorado, desde unos 100 bp hasta unos 140 bp actualmente, contribuyendo a respaldar los costos de nuevas rentas vitalicias comercializadas. La metodología actual de cálculo de la Tasa TM determinada mediante un vector de tasas ajustadas incluyendo instrumentos privados calificados AAA ha colaborado a dar mayor eficiencia a los recursos de patrimonio disponible y, de paso ha permitido mejorar la oferta de rentas vitalicias y las pensiones entregadas. No obstante, en 2016 el costo de rentas ha alcanzado al 105% sobre primas, reflejando un mayor costo de las reservas acumuladas. Ello en línea con nuevos ajustes a la baja en las tasas de interés. A pesar de menores ventas y mayor rentabilidad de inversiones, el resultado de explotación todavía es negativo, de \$561 millones a sept 2016, reflejando la etapa de inversión patrimonial.

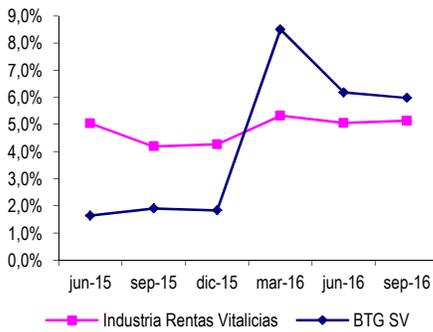
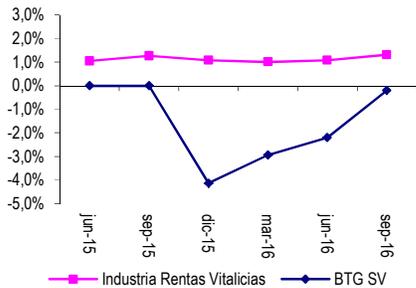
BTGP SV determina las tarifas sobre la base de las pensiones ofertadas, de las tablas actuariales regulatorias disponibles, de estimaciones de retorno de inversiones y calce, de tasas de gasto

|              |          |
|--------------|----------|
| Solvencia    | A        |
| Perspectivas | Estables |

**Cartera Inversiones por Instrumento**



**Evolución de tasa TSA  
Rentabilidad de Inversiones**



operacional, de la tasa de comisión de intermediación, del costo de capital implícito en la reserva y del retorno exigido por el accionista. Todo ello forma la base de parámetros a incorporar en el sistema de tarificación y reservas, conforme a las mejores prácticas del mercado asegurador y alineado a las exigencias normativas de la regulación vigente.

En escenarios de tasas de interés bajas, como ocurre actualmente, el retorno de las inversiones efectuadas con esa venta es también bajo, lo que presiona el spread del negocio. En el caso del proyecto BTGP SV plazos extensos de tasas bajas pueden incidir en mayor presión de costos, de competitividad, de spread de inversiones, generando un potencial retraso en el logro de objetivos de escala. El descalce de activos y pasivos juega un rol relevante, todavía es considerado elevado en el actual perfil de activos y pasivos, pero debiera ir disminuyendo, a medida que se logre una mayor diversificación de inversiones. El gap actual alcanza a unos 5,6 años y se aprecia una tendencia a ir disminuyendo paulatinamente.

Otros costos técnicos de cierta relevancia se asocian a las comisiones de intermediación, con las que la aseguradora remunerará a su canal de ventas. Actualmente están limitadas por normativa al 2% por póliza emitida. En 2016 la tasa media pagada por la aseguradora alcanzó al 1,1%.

**Política y gestión de Inversiones**

*Lograr un alto desempeño y calidad crediticia es fundamental para el soporte de la aseguradora.*

La base de la gestión de inversiones es el diseño de una política que cubra con suficiencia y precisión los diferentes escenarios posibles de inversión. En el caso de los seguros de vida de largo plazo, la política de inversiones debe definir espacios de inversión según apetito de riesgo de mercado, de riesgo de reinversión y de riesgo crediticio. Además, marginalmente hay espacio para definir niveles de inversión en derivados destinados en parte a cobertura de inversiones en moneda extranjera. Las inversiones no representativas son relevantes y están amparadas por una amplia disponibilidad de patrimonio excedentario.

La composición de la cartera de inversiones por tipo de instrumentos, junto a los estados financieros, permite apreciar que unos \$75 mil millones están invertidos en renta fija local y unos \$18 mil millones en renta fija extranjera. Una proporción de esta última está protegida mediante forwards de moneda, en entidades financieras locales (A+ hasta AAA). Los principales tikers extranjeros están en Brasil y México.

El perfil crediticio de la cartera de inversiones, especialmente a nivel nacional es adecuado, el 73% del portafolio local presenta clasificación de riesgo entre A y AA.

A septiembre 2016 no se reporta deterioro. La tasa de retorno promedio de la cartera de renta fija es muy favorable, y se ve complementada por la protección de los derivados de moneda. Las posiciones en monedas latinoamericanas (Br y Mex), no cubiertas por derivados son relativamente relevantes todavía, y obedecen a la flexibilidad de contar con un patrimonio neto muy superavitario. Se aprecia cierto sesgo de volatilidad asociada a escenarios de devaluación de las monedas latinoamericanas.

Las inversiones inmobiliarias comienzan paulatinamente a generar ingresos, lo que debiera continuar aumentando, a medida que el portafolio crece y se diversifica. Los ingresos netos de inversiones alcanzaron a \$3.800 millones, cubriendo el 92% de la pérdida operacional.

El proyecto BTGP SV se soporta en una política de inversiones que contempla diseñar un portafolio diversificado, pero con fuerte respaldo de la renta fija de largo plazo. Disponer de amplios excedentes de inversiones permite cierta flexibilidad temporal, limitada por la necesidad de ir cubriendo las exigencias de inversiones representativas según vaya creciendo la cartera de reservas técnicas. El apoyo y experiencia entregada por la plataforma de gestión de inversiones del grupo BTG Pactual se convierte en una fortaleza para el proyecto de seguros, al abrir un amplio horizonte de oportunidades de inversión regional, que de otra forma sería complejo realizar. El polo inmobiliario, junto a cierta porción en renta variable, representan alternativas para apalancar la capacidad de generar mejores retornos. Junto a ello, se van generando espacios para realizar inversiones no tradicionales.

A sept 2016 las inversiones no representativas alcanzaban al 15% del total, unos \$16 mil millones, de los que un 70% estaba respaldado por activos de baja clasificación de riesgo, soberanos argentinos, Petrobras y BTG Pactual, este último relacionado con la aseguradora. Además de excesos de inversión por emisores, lo que se debiera corregir con el aumento de las reservas.

Solvencia  
Perspectivas

**28 Ene 2015**  
A  
En desarrollo

**14 Dic 2015**  
A  
CW negativo

**05 Dic 2016**  
A  
Estables

|  | dic-14 | mar-15 | jun-15 | sep-15 | dic-15 | mar-16 | jun-16 | sep-16  |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>Balance</b>                               |        |        |        |        |        |        |        |         |
| Total Activo                                 | 3.738  | 3.445  | 34.176 | 49.076 | 63.103 | 70.668 | 91.780 | 108.591 |
| Inversiones financieras                      | 3.625  | 3.092  | 33.006 | 44.433 | 58.981 | 66.257 | 87.513 | 103.856 |
| Inversiones inmobiliarias                    | -      | -      | -      | 3.190  | 3.243  | 3.266  | 3.296  | 3.317   |
| Otros activos                                | 112    | 352    | 1.170  | 1.453  | 879    | 1.145  | 972    | 1.418   |
| Pasivos financieros                          | -      | -      | -      | 45     | 110    | -      | -      | -       |
| Reservas Seguros Previsionales               | -      | -      | 4.697  | 18.556 | 32.933 | 41.432 | 62.241 | 78.963  |
| Otros pasivos                                | 255    | 181    | 288    | 1.287  | 1.046  | 271    | 936    | 761     |
| Total patrimonio                             | 3.483  | 3.264  | 29.191 | 29.188 | 29.013 | 28.965 | 28.604 | 28.867  |
| Total pasivo y patrimonio                    | 3.738  | 3.445  | 34.176 | 49.076 | 63.103 | 70.668 | 91.780 | 108.591 |
| <b>EERR</b>                                  |        |        |        |        |        |        |        |         |
| Prima directa                                | -      | -      | 4.571  | 18.134 | 32.134 | 8.212  | 28.218 | 44.219  |
| Prima retenida                               | -      | -      | 4.571  | 18.134 | 32.134 | 8.212  | 28.218 | 44.219  |
| Var reservas técnicas                        | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -       |
| Costo Rentas                                 | -      | -      | 4.716  | 18.583 | 33.003 | 8.594  | 29.464 | 46.357  |
| Costo de siniestros                          | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -       |
| Resultado de intermediación                  | -      | -      | 37     | 179    | 337    | 92     | 312    | 508     |
| Margen de contribución                       | -      | -      | 182    | 629    | 1.206  | 474    | 1.557  | 2.646   |
| Costos de administración                     | 73     | 310    | 749    | 1.220  | 1.844  | 430    | 787    | 1.471   |
| Resultado de inversiones                     | -      | 22     | 271    | 679    | 1.141  | 1.479  | 2.808  | 4.809   |
| Resultado técnico de seguros                 | 73     | 289    | 660    | 1.170  | 1.908  | 574    | 464    | 693     |
| Otros ingresos y egresos                     | -      | -      | 0      | -      | 12     | -      | -      | 175     |
| Diferencia de cambio                         | -      | -      | 114    | 250    | 437    | 633    | 932    | 1.010   |
| Utilidad (pérdida) por unidades reajustables | -      | 6      | 16     | 145    | 222    | 15     | 2      | 69      |
| Impuesto renta                               | 14     | 64     | 177    | 419    | 732    | 27     | 57     | 415     |
| Total del resultado integral                 | 58     | 219    | 353    | 356    | 531    | 47     | 409    | 146     |

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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.