



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Securizadora Security S.A. Décimo Séptimo Patrimonio Separado

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:

Hernán Jiménez Aguayo
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Noviembre 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos securitizados	
Bono Serie A	AA
Bono Serie B	BBB
Bono Serie C	C
EEFF base	--

Datos básicos de la operación	
Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 17
Activos de Respaldo	Pagaré
Originador	Seguros Vida Security Previsión S.A. (Vida Security)
Administrador primario	Securitizadora Security S.A.
Representante Títulos de Deuda	Banco Santander-Chile
Características de los activos	Pagaré en dólares con devengo de intereses trimestral garantizado con prendas.

Resumen características cartera securitizada				
Tipo activo	Saldo Insoluto	# Activos	Tasa promedio	Plazo activo
Pagaré	US\$ 60.500.000	1	9,05%	144 meses

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal Original	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	US\$ 27.000.000	7,00%	01-10-2036
B	Subordinada	US\$ 20.000.000	10,00%	01-10-2036
C	Subordinada	US\$ 19.000.000	0,00%	01-10-2036
Total		US\$ 66.000.000		

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Décimo Séptimo Patrimonio Separado de Securitizadora Security S.A.** está conformado en el marco del artículo 132 de la Ley 18.045 (Ley de Valores). El activo que respalda la operación es un pagaré emitido por XLC Deal Secundario I Fondo de Inversión Privado a Seguros Vida Security Previsión S.A. (Vida Security), quien lo endosó al patrimonio separado. Sin embargo, como se explica en el informe, el riesgo último de la estructura financiera está dado por los flujos a generar por distintos fondos internacionales especializados en invertir en capital privado (*private equity*).

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** en “*Categoría AA*” para la Serie A preferente, “*Categoría BBB*” para la Serie B mezzanina y en “*Categoría C*” para la Serie C junior, responde al nivel de protección que los flujos esperados del activo securitizado le otorgan a cada serie dentro de la estructura financiera, ello de acuerdo con los niveles de preferencia y subordinación definidas.

Dado lo anterior, la categoría asignada a las distintas series ha tomado en consideración que, de acuerdo con el modelo dinámico de **Humphreys** y los supuestos utilizados, se utilice una combinación de pérdida esperada y probabilidad de *default*, para las Series A, B y C. La pérdida esperada de la Serie A es inferior a 0,15% mientras que la Serie B registra pérdidas inferiores a 4,0%. En cuanto a la Serie C, la pérdida esperada es superior al 36,0%.

Además, la determinación de la clasificación de riesgo de cada serie ha considerado los siguientes elementos:

1. El saldo insoluto del activo securitizado, medido como el saldo insoluto del activo securitizado más los valores negociables que mantenga el patrimonio separado, representa 2,24 veces el capital de la Serie A, y un 1,29 veces al considerarse adicionalmente el saldo insoluto de la Serie B. El sobrecolateral del activo al incluir todas las series del patrimonio separado corresponde a 0,92 veces.
2. La holgura que presenta el flujo teórico del activo subyacente que sensibilizados, el cual en promedio corresponde al 50,9% del flujo teórico, el cual sirve para el pago del pagaré y posteriormente a los bonos securitizados.
3. La constitución de fondos para fortalecer la liquidez del patrimonio separado, los cuales permiten cubrir los gastos de operación y el pago de intereses para los próximos dos cupones (el bono Serie A tiene una amortización tipo *bullet*).
4. Una estructura legal y operativa de la transacción que protege adecuadamente los intereses de los bonistas (prendas de las cuotas de fondos en las que invierte el emisor del pagaré y prendas sobre la participación del FIP por parte del fondo de inversión público).
5. La eliminación y/o reducción a niveles no significativos de los riesgos distintos a los derivados por la disminución o desfase en la generación de flujo de los activos.

Para la mantención de la clasificación, se espera que los activos subyacentes no disminuyan significativamente su valor, según valorizaciones independientes, y que no existan desviaciones de

importancia entre la fecha y montos esperados de liquidación de los activos y lo que efectivamente sucede en la realidad.

No existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas en la evaluación del patrimonio separado por lo que, bajo este contexto, la tendencia de clasificación se califica en "Estable".

Definición categorías de riesgo

Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenecen o en la economía.

Categoría C

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Tendencia Estable

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

Características de la operación

El **Décimo Séptimo Patrimonio Separado** se conforma en el marco del artículo 132 de la Ley de Valores referentes a sociedades securitizadoras, las cuales son formadas con la sola intención de adquirir cuentas de activos y emitir instrumentos de deuda de corto o largo plazo respaldados por dichos activos. Estas cuentas de activos son definidas con flujos existentes o flujos futuros referentes a obligaciones de pagar relacionados con la compra de bienes o servicios. Cada emisión hecha por la sociedad securitizadora conformará un patrimonio separado, el cual es mantenido en forma independiente de los activos generales de la sociedad securitizadora.

De acuerdo con la normativa vigente, en cada contrato de emisión, las cuentas de activos que respaldan dicha emisión serán descritas y, en caso de ser aplicable, definidas individualmente puesto que ellas conformarán un patrimonio separado de la sociedad securitizadora. La sociedad securitizadora estará obligada a llevar un registro especial por cada patrimonio separado creado. La sociedad securitizadora no tiene autorización de preñar, comprometer o vender ninguno de los activos que respalda la emisión sin el consentimiento del representante de los tenedores de bonos.

Mencionado lo anterior, el interés como el capital de los títulos de deuda serán pagados con los flujos de caja generados por la cuenta por cobrar asociadas al pagaré cedido, los fondos que constituya el patrimonio separado y la rentabilidad de los excedentes periódicos de la operación. Ninguno de los agentes involucrados directa o indirectamente en la transacción —en este caso Securitizadora Security, Vida Security o XLC Deal Secundario I Fondo de Inversión Privado— responde con su capital en caso de insolvencia del patrimonio separado.

Activos del patrimonio separado

Los activos que conforman el presente patrimonio separado están compuestos por el flujo de pago que tiene origen en el pagaré emitido por XLC Deal Secundario I Fondo de Inversión Privado y las prendas constituidas en favor del patrimonio separado.

El pagaré fue emitido a Vida Security quien posteriormente lo endosó al patrimonio separado. El monto del pagaré es por US\$ 60.500.000 con un plazo de 144 meses y una tasa de 9,05% anual.

XLC Deal Secundario I Fondo de Inversión Privado tiene como activos cuotas de 17 fondos de inversión (fondos *feeder*) que se identifican en la Tabla 1, los cuales, a su vez, invierten en fondos de inversión extranjeros cuyo objeto es participar en la propiedad de empresas cerradas de capital privado o *private equity*. Por lo tanto, los flujos que se generen por la enajenación en la participación de estas empresas son los que recibiría el fondo de inversión privado, ello a través de dividendos o disminución de capital por parte de los fondos *feeder*. Desde esta perspectiva, el pago del bono securitizado y el riesgo de los bonistas está relacionado con la oportunidad y suficiencia de la liquidación del activo subyacente final: *private equity*

Adicionalmente, el **Décimo Séptimo Patrimonio Separado** considera los siguientes fondos:

1. **Fondo de gastos:** considera la cantidad o monto equivalente al pago de los gastos del patrimonio separado que se devenguen en los próximos dos trimestres.
2. **Fondo de liquidez:** considera la cantidad o monto equivalente al 200% del monto total que deba ser destinado al pago ordinario de cupones subsiguientes, El fondo de liquidez dejará de existir una vez que se hubiera completado el pago de los títulos de deuda Serie A.
3. **Fondo de reserva:** este será con cargo al monto que recaude en la colocación de los títulos de deuda y se mantendrá hasta el pago de la Serie C. El fondo de reserva se constituirá por US\$ 50 mil más el fondo de gastos y fondo de liquidez (mientras exista). El fondo podrá ser utilizado para pagar las obligaciones de corto plazo, caso en el cual deberá ser restituido con los primeros valores negociables que disponga el patrimonio separado en exceso de las obligaciones de corto plazo.

Pasivos del patrimonio separado

El **Décimo Séptimo Patrimonio Separado** realizará la emisión de bonos securitizados equivalentes a US\$ 66 millones. Los títulos de deuda se emitirán en tres series que se denominarán Serie A o preferente, por un monto nominal de US\$ 27 millones, devengando un interés de 7,0% anual y dos series subordinadas, Serie B o mezzanina y Serie C o junior, por un monto nominal de US\$ 20 millones devengando un interés de 10,0% anual y US\$ 19 millones sin devengar interés, respectivamente. Todas las tasas de interés se calculan en base a 360 días sobre el saldo insoluto del capital expresado en dólares.

La Serie A se divide en 48 cupones trimestrales a contar del 1 de enero de 2025. La serie B, tal como se explica en el siguiente acápite, tiene estructurado un plan de pago flexible por cuanto el pago de intereses y posibles amortizaciones sólo tienen lugar si se cumplen ciertas condiciones, quedando el remanente o el total, según sea el caso, para el 1 de octubre de 2036. La Serie C considera un cupón cuyo vencimiento es el 1 de octubre de 2036.

Pago anticipado de los bonos

Los intereses devengados de la serie B serán pagados parcial o totalmente toda vez que los fondos disponibles¹ del patrimonio separado sean iguales o superiores a los US\$ 100 mil; el pago efectivo corresponderá al máximo valor entre intereses devengados y el total de fondos disponibles. Los intereses devengados y no pagados continuarán con el proceso de capitalización. Adicionalmente, una vez amortizada totalmente la serie A, los fondos que excedan el valor de los intereses devengados de la serie B serán utilizados para anticipar parcialmente el pago del saldo insoluto de la misma serie.

Adicionalmente, en cada fecha de cálculo, se determinará si existen excedentes², y si es que éstos son superiores a US\$ 500 mil para la determinación del pago extraordinario de capital de la Serie A. El cálculo del monto específico para la amortización extraordinaria se realizará según lo estipulado en el contrato de emisión.

Una vez que se realice la totalidad del pago de la Serie B, se procederá en cada fecha de cálculo a determinar si existen fondos disponibles iguales o superiores a US\$ 100 mil para utilizarlos en el pago extraordinario de la Serie C. La determinación del monto específico a pagar corresponde al monto total de los fondos disponibles en la fecha de cálculo.

Esquema operativo de la transacción

En términos sucintos, XLC Deal Secundario I Fondo de Inversión Privado (FIP) emite un pagaré a Vida Security, quien lo endosa al **Décimo Séptimo Patrimonio Separado**. El pago del pagaré se encuentra garantizado por la prenda comercial que existe sobre las cuotas de los fondos de inversión en los que invierte el FIP y que se detallan en la Tabla 1 y la prenda comercial sobre la totalidad de las cuotas emitidas

¹ Los fondos disponibles se definen como los valores negociables menos la cuenta de obligaciones de corto plazo y el fondo de reserva, contabilizándose siempre y cuando el valor sea positivo, el fondo de reserva se encuentre completo y se cumpla la relación mínima de sobrecolateral.

² Los excedentes se definen como el número positivo entre los fondos disponibles menos el monto máximo de intereses a pagar de la Serie B.

por el FIP. El único aportante del FIP es XLC Alternativos I Fondo de Inversión. Es decir que, los flujos que provengan de las cuotas de los fondos de inversión generado por los pagos de dividendos, así como por la disminución de capital, serán utilizados para prepagar el pagaré. Adicionalmente, a través de la prenda sobre las cuotas del FIP, se asegura que el Patrimonio Separado cuente con todos los recursos que provengan de los fondos de inversión.

Tabla 1: Cuotas de Fondos de Inversión en los que invierte XLC Deal Secundario I Fondo de Inversión Privado

Cuotas	Serie	Fondo de Inversión	RUN	AGF
3.035.274	I	Bice Global Credit Opportunities	9627-K	Bice Inversiones AGF
6.255.203	C	Compass Private Equity XII	9167-7	Compass Group Chile AGF
3.867.730	C	Compass Private Equity XIII	9435-8	Compass Group Chile AGF
1.794.876	I	HMC Insight XII	1037-4	HMC AGF
2.067.041	Única	Singular BIF IV Infraestructure	9739-7	Singular Asset Management AGF
42.094	I	Moneda Carlyle Asia Partners V	9544-3	Moneda AGF
52.317	I	Moneda Carlyle Partnets VII	9526-5	Moneda AGF
4.061.000	Única	Picton - Apollo EPF III	9394-7	Picton AGF
2.119.224	Única	Picton - EQT Infraestructure IV	10549-K	Picton AGF
2.703.965	C	Picton - EQT Infraestructure V	10083-8	Picton AGF
9.402.350	A	Picton - Hamilton Lane SMID II	9707-1	Picton AGF
2.945.768	Única	Picton - KKR Europe V	9745-4	Picton AGF
6.126.526	Única	Picton - MIP IV	9590-7	Picton AGF
7.486.919	A	Picton - TGP VIII	9637-7	Picton AGF
5.543.806	B	Volcomcapital Coinversiones	9599-0	Volcomcapital AGF
7.824.828	B	Volcomcapital Infraestructura I	9418-8	Volcomcapital AGF
2.473.846	B	Volcomcapital PE Secondary I	9240-1	Volcomcapital AGF

Los fondos de inversión en los cuales invierte el FIP corresponden principalmente a fondos que aportan sus recursos a fondos de inversión extranjeros cuya estrategia es participar en sociedades cerradas o *private equity*, por lo que las cuotas de los fondos de inversión del FIP son fondos *feeder* de los fondos internacionales. La distribución de estos fondos se presenta en la Ilustración 2.

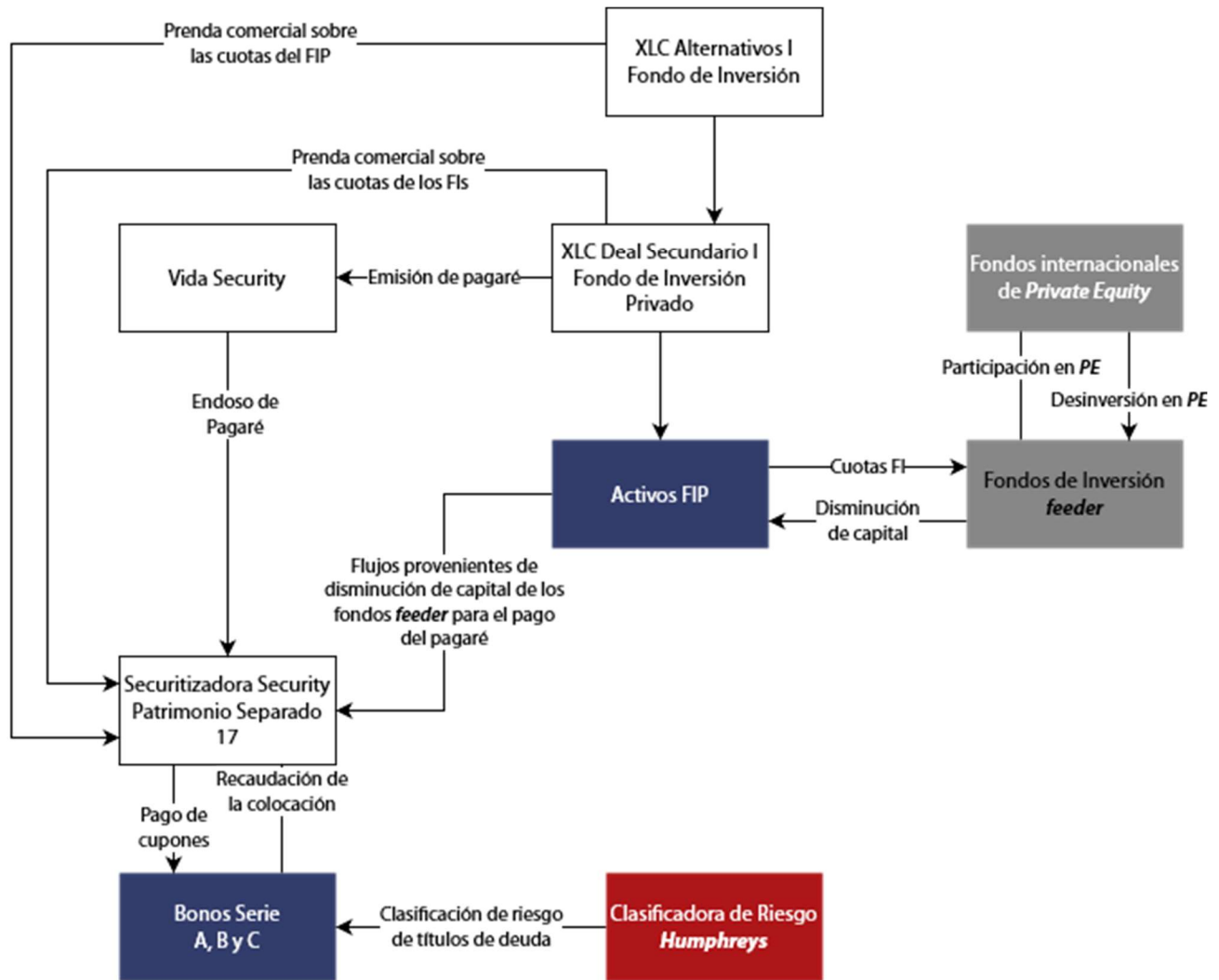


Ilustración 1: Esquema resumido de la operación del patrimonio separado

Los flujos de la operación son administrados por los vehículos que componen la estructura, en donde los fondos *feeder* reciben los flujos provenientes de los fondos internacionales, los cuales son distribuidos entre sus aportantes, entre ellos el FIP. Posteriormente, es el FIP quien procede a realizar el pago de dichos flujos por el total de excedentes³ que define el pagaré.

En resumen, la exposición de los bonistas del **Décimo Séptimo Patrimonio Separado** es al valor y tiempo en que los fondos internacionales puedan enajenar su participación en estas sociedades cerradas y con ello hacer frente a las obligaciones financieras del patrimonio separado. La Ilustración 1 presenta un esquema de la operación del patrimonio separado.

³ La estructura del pagaré considera los recursos que dispone el FIP menos el monto equivalente a dos veces el próximo pago de intereses y US\$ 100 mil.

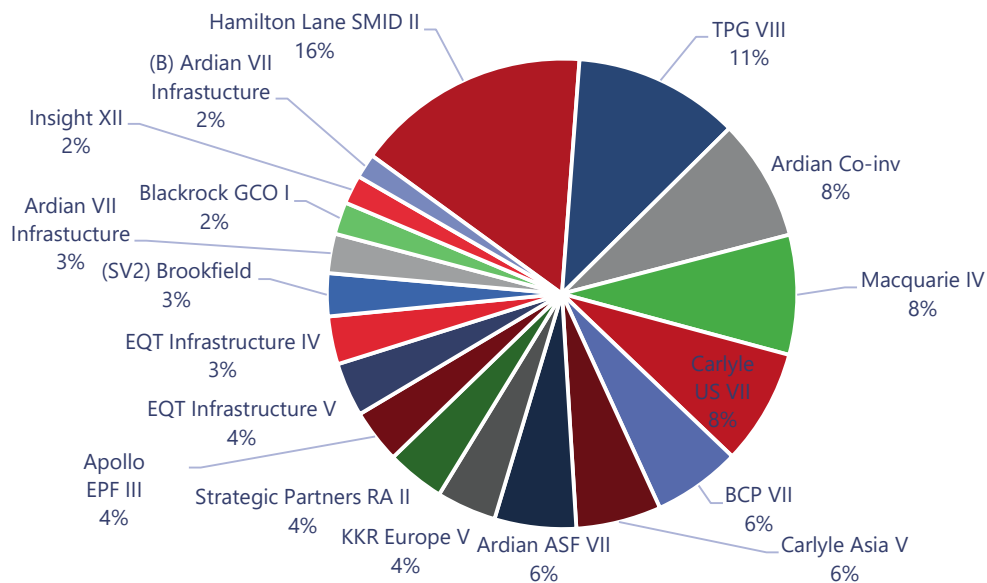


Ilustración 2: Distribución del valor de los fondos extranjeros de private equity

Análisis preliminar de variables relevantes

Para efectos del análisis de estrés aplicado a los flujos provenientes de la desinversión de los fondos internacionales de *private equity*, **Humphreys** ha tomado en consideración la valorización desarrollada por un tercero teniendo en consideración los flujos esperados que tendría cada uno de los fondos de *private equity* en los que invierte indirectamente XLC Deal Secundario I Fondo de Inversión Privado. Sin embargo, **Humphreys** ha sensibilizado estos flujos en base a características y estrategias de inversión que realizan estos fondos internacionales. Estas variables fueron, también, estresadas por distintos escenarios para la economía, asignándoles probabilidades de obtención de dichos flujos dentro del período de vigencia de los bonos.

La Tabla 2 presenta los factores probables de obtención de flujos en base a la valorización aludida, así como la probabilidad de que se dé uno de los cuatro escenarios supuestos para la economía. De esta forma la cuantía del castigo a los flujos provenientes de la liquidación de activos dependerá tanto de las características de dichos activos como del estado supuesto para la economía a la fecha de enajenación.

Tabla 2: Asignación de probabilidad de escenarios frente a escenarios de riesgo de los fondos

Escenario	Factor probable generación de flujo	Ocurrencia riesgo elevado	Ocurrencia riesgo medio	Ocurrencia riesgo bajo	Ocurrencia riesgo indeterminado
Optimista	80,00%	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Moderado	65,00%	40,00%	50,00%	60,00%	60,00%
Pesimista 1	40,00%	40,00%	35,00%	30,00%	25,00%
Pesimista 2	8,00%	20,00%	10,00%	5,00%	10,00%

El resultado de la aplicación de las variables antes mencionada llevan a que la obtención de flujos sensibilizado, en promedio, sean cercanas al 50% del flujo teórico estimado por el valorizador, oscilando entre un 18,1% y 79,9% durante la vida de los bonos securitizados. La Ilustración 3 muestra la distribución de generación de flujo, en donde el ingreso se eleva en promedio para el decimosegundo y decimotercer trimestre, además de acortar la distribución de éste. El comportamiento en dichos trimestres responde principalmente al vencimiento o madurez de algunos fondos de *private equity*.

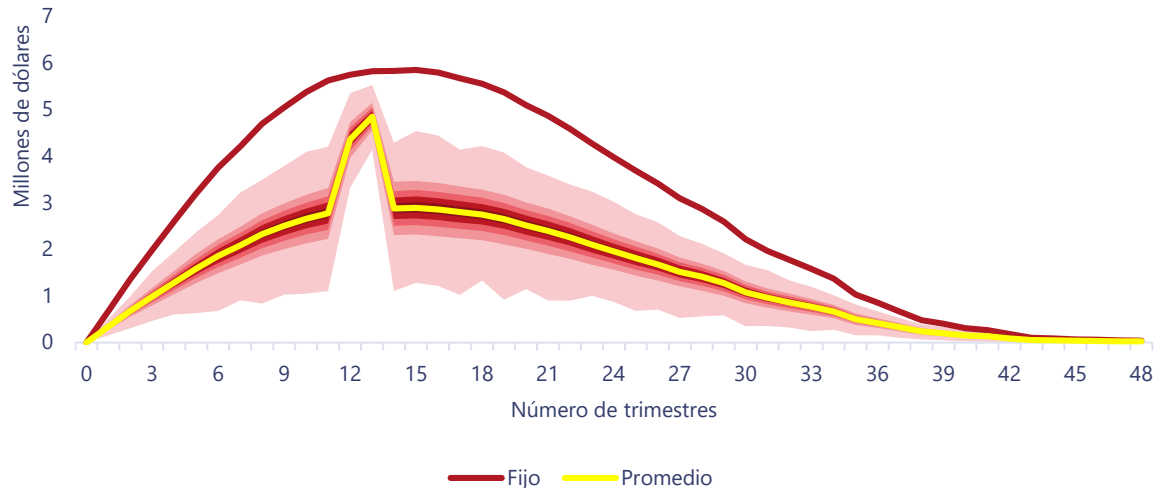


Ilustración 3: Distribución de ingresos al FIP para el pago del pagaré por trimestre

Modelo dinámico

Como ya se anticipó, la aplicación del modelo dinámico de **Humphreys** toma en consideración el comportamiento esperado para los flujos teóricos, su sensibilización según el fondo de inversión internacional de *private equity* y los escenarios de estrés aplicados por la clasificadora por posibles cambios en el estado de la economía. Algunos de los principales supuestos utilizados fueron:

1. Severos niveles de pérdida de los flujos teóricos esperados por parte de los fondos de inversión en los que invierte el FIP.
2. Los flujos que no lograron obtenerse en algún trimestre en particular no se recuperan dentro de la vida del patrimonio separado.

El modelo dinámico de **Humphreys**, entre otros aspectos, permite determinar la probabilidad de *default* del bono y la pérdida esperada para los bonistas (la cual podría ser cero incluso en un escenario de *default*). La Tabla 3 muestra un resumen del resultado obtenido para las series de patrimonio separado.

Tabla 3: Resumen de pérdida esperada y default de los bonos

Serie	Probabilidad de default promedio	Pérdida esperada promedio
Serie A	< 0,73%	< 0,15%
Serie B	< 20,00%	< 2,00%
Serie C	> 36,00%	> 36,00%

"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."