



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

Securitizadora Security S.A. Décimo Octavo Patrimonio Separado

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:

Marcelo Marambio Llanco
Savka Vielma Huaiquiñir
Hernán Jiménez Aguayo
marcelo.marambio@humphreys.cl
savka.vielma@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA
Diciembre 2025

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos securitizados	
Bono Serie A (BSECS-18A)	AAA
Bono Serie B (BSECS-18B)	A-
Bono Serie C (BSECS-18C)	C
EEFF base	--

Datos básicos de la operación	
Identificador Patrimonio Separado	Patrimonio Separado N° 18
Activos de Respaldo	Pagarés
Originador	Seguros Vida Security Previsión S.A. (Vida Security) y Penta Vida Compañía de seguros (Penta Vida)
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\$ 81.905.523	2	8,73%	144 meses

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal Original	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A	Preferente	US\$ 26.000.000	6,50%	01-01-2038
B	Subordinada	US\$ 23.000.000	8,50%	01-01-2038
C	Subordinada	US\$ 41.500.000	0,00%	01-01-2038
Total		US\$ 90.500.000		

¹ Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Bonos Securitizados (29-02-2024)

Opinión

Fundamentos de la clasificación

El **Décimo Octavo 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 son dos pagarés emitidos por Fondo de inversión BCI Secundario II B (FI BCI) a Seguros Vida Security Previsión S.A. (Vida Security) y Penta Vida Compañía de Seguros de Vida S.A. (Penta Vida), quien los endosó al patrimonio separado. Sin embargo, como se explica en el informe, el riesgo último de la estructura financiera está determinado por los flujos que generen distintos fondos internacionales especializados en inversiones de capital privado y deuda privada entre otras estrategias (*private equity* y *private debt*).

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** en “*Categoría AAA*” para la serie A preferente, “*Categoría A-*” 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 clasificación asignada a cada serie considera los resultados del modelo dinámico de **Humphreys**, el cual, bajo los supuestos, entrega estimaciones de pérdida esperada y probabilidad de *default* que constituyen un insumo para la determinación de la clasificación de riesgo. En este contexto, la serie A presenta una pérdida esperada inferior a 0,01%, la serie B registra pérdidas esperadas por debajo de 1,0% y la serie C muestra una pérdida esperada superior al 36,0%, para un horizonte superior a diez años.

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

1. El saldo insoluto del activo securitizado, considerando tanto el saldo insoluto del propio activo como los valores negociables mantenidos por el patrimonio separado, representa 3,15 veces el capital de la serie A. Al incorporar además el saldo insoluto de la serie B, dicha cobertura alcanza 1,67 veces. Por último, al incluir todas las series del patrimonio separado, el sobrecolateral del activo corresponde a 0,89 veces.
2. Se consideró la holgura del flujo teórico del activo subyacente. Tras aplicar las sensibilizaciones correspondientes, el flujo resultante representó en promedio el 50,0% del flujo teórico inicial. Estos recursos se destinan al pago del pagaré y, posteriormente, permiten atender las obligaciones asociadas a los bonos securitizados.
3. La constitución de fondos destinados a fortalecer la liquidez del patrimonio separado, los cuales permiten cubrir los gastos de operación y el pago de intereses correspondientes a los próximos dos cupones. La serie A contempla una amortización tipo *bullet*; sin perjuicio de lo anterior, el contrato considera la posibilidad de efectuar pagos extraordinarios de capital en caso de cumplirse determinadas condiciones.
4. Una estructura legal y operativa que resguarda adecuadamente los intereses de los bonistas, sustentada en las prendas constituidas sobre las cuotas de los fondos en los que invierte el emisor de los pagarés, así como en las prendas otorgadas sobre la participación del FI BCI 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 experimenten disminuciones significativas en su valor, conforme a valorizaciones independientes, y que no se produzcan desviaciones relevantes entre las fechas y montos de liquidación proyectados y los que finalmente se materialicen.

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 categoría de riesgo

Categoría AAA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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 A

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

"-" Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

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 Octavo 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 los pagarés cedidos al patrimonio separado, junto con los fondos que este constituya con recursos

captados en la colocación de los bonos, más 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, Penta Vida o el FI BCI— 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 el FI BCI y las prendas constituidas en favor del patrimonio separado, las cuales, como se mencionó previamente, corresponden a la prenda sobre la participación en el FI BCI, así como a la prenda sobre las cuotas de los fondos en los que invierte dicho FI BCI.

Los pagarés fueron emitidos a Vida Security y Penta Vida, quienes posteriormente los endosaron al patrimonio separado. Dichos pagarés suman un total de US\$ 81,9 millones con un plazo de 144 meses y una tasa de 8,50% anual.

El FI BCI tiene como activo cuotas de 25 fondos de inversión (fondos *feeder*) que se identifican en la Tabla 2, los cuales, a su vez, invierten en fondos de inversión extranjeros cuyo objeto es participar principalmente en la propiedad de empresas cerradas de capital privado o *private equity*, así como también a través del financiamiento de éstas o *private debt*.

Por lo tanto, los flujos destinados al pago del pagaré del patrimonio separado provendrán, en primera instancia, de los recursos generados por la enajenación de las participaciones que mantienen los fondos de inversión extranjeros en las empresas subyacentes y/o el pago de sus obligaciones financieras con los fondos. Posteriormente, dichos fondos—ya sea mediante la distribución de dividendos o a través de disminuciones de capital—transferirán recursos a los fondos *feeder*, los cuales a su vez remitirán estos flujos al FI BCI. Desde esta perspectiva, el pago del bono securitizado y por ende el riesgo de los bonistas, se encuentra vinculado a la oportunidad y suficiencia de la liquidación del activo subyacente final: *private equity* o *private debt*, principalmente.

Adicionalmente, el **Décimo Octavo 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:** El fondo de reserva se constituirá por US\$ 50 mil más el fondo de gastos y fondo de liquidez (mientras exista). Este 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. El fondeo de este fondo (y los contenidos en él) serán con cargo al monto que se recaude en la colocación de los títulos de deuda y se mantendrá hasta el pago de la serie C.

Tabla 1: Cuotas de Fondos de Inversión en los que invierte el Fondo de inversión BCI Secundario II B

Cuotas	Serie	Fondo de Inversión	RUN	AGF
6.834.500	A	Picton - Hamilton Lane SMID II Fondo de Inversión	9707-1	Picton
526.742.932	I	Fondo de Inversión Larraín Vial Global Infrastructure Partners IV	9771-3	Larraín Vial Activos
5.648.086	I	BICE Stepstone SCOF I Fondo de Inversión	9982-1	BICE Inversiones
3.798.003	I	Compass LCP IX Private Equity Fondo de Inversión	9621-0	Compass Group Chile

Cuotas	Serie	Fondo de Inversión	RUN	AGF
11.288.754	B	Fondo de Inversión Falcom Blackrock DLF IX	9795-0	Falcom
10.581.305	Única	Volcomcapital Infraestructura II Fondo de Inversión Privado	NA	Volcomcapital
3.272.571	Única	Principal Advent-GPE-IX Fondo de Inversión	9742-K	Principal AM
4.273.398	A	Volcomcapital Coinvestment III Fondo de Inversión	9788-8	Volcomcapital
5.281.234	I	Fondo de Inversión Larraín Vial Apollo IX	9448-K	Larraín Vial Activos
13.276.980	Única	Volcomcapital Private Equity Small Cap Fondo de Inversión Privado	NA	Volcomcapital
5.882.902	B	Volcomcapital Mid Market II Fondo de Inversión	10055-2	Volcomcapital
2.528.770	X	BICE Thoma Bravo XV Fondo de Inversión	10290-3	BICE Inversiones
3.950.784	B	Volcomcapital Private Equity VI Fondo de Inversión	9723-3	Volcomcapital
2.035.398	Unica	Picton - KKR Asia IV Fondo de Inversión	9880-9	Picton
4.282.342	A	Compass Private Equity XVII Fondo de Inversión	9416-1	Compass Group Chile
10.655	A	Moneda Alpinvest Secondaries VII Fondo de Inversión	9855-8	Moneda
2.178.708	A	BICE GAIP Fondo de Inversión	10106-0	BICE Inversiones
4.977.108	A	Fondo de Inversión Falcom Portfolio Advisors Private Debt III	9805-1	Falcom
18.427	C	Moneda Carlyle Partners VIII Fondo de Inversión	10094-3	Moneda
1.288.223	I	Compass LCLP X Private Equity Fondo de Inversión	10115-K	Compass Group Chile
1.172.107	I	BICE Stepstone SSOF V Fondo de Inversión	10231-8	BICE Inversiones
1.487.501	Unica	Picton - Ace VI Fondo de Inversión	10463-9	Picton
1.161.784	I	Compass SP IX Private Equity Fondo de Inversión	10124-9	Compass Group Chile
1.791.952	A	Volcomcapital Coinvestment II Fondo de inversión privado	NA	Volcomcapital
4.465.646	B	Compass Private Debt III Fondo de Inversión	9479-K	Compass Group Chile

Pasivos del patrimonio separado

El **Décimo Octavo Patrimonio Separado** realizará la emisión de bonos securitizados equivalentes a US\$ 90,5 millones. Los títulos de deuda se emitirán en tres series que se denominarán serie A o preferente, por un monto nominal de US\$ 26 millones, devengando un interés de 6,50% anual, y dos series subordinadas, serie B o mezzanina y serie C o junior, por un monto nominal de US\$ 23 millones devengando un interés de 8,50% anual y US\$ 41,5 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 abril de 2026. 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 enero de 2038. La serie C considera un cupón cuyo vencimiento es el 1 de enero de 2038.

Pago anticipado de los bonos

En primera instancia, luego del pago de intereses de los intereses del bono Serie A, se determina el nivel de caja remanente del patrimonio separado. En caso de que los fondos disponibles² sean iguales o superiores a US\$ 100 mil, se procederá al pago total o parcial de los intereses devengados de la Serie B, por un monto equivalente al máximo valor entre intereses devengados y el total de fondos disponibles². Los intereses devengados y no pagados continuarán con el proceso de capitalización.

Luego, en cada fecha de cálculo se determinará si existen excedentes, entendidos como los fondos disponibles luego de descontarles el monto máximo de intereses a pagar de la serie B, siempre que el resultado sea positivo. Si dichos excedentes son superiores a US\$ 500 mil, se destinarán al pago extraordinario de capital de la serie A. El cálculo del monto específico de amortización extraordinaria se efectuará conforme a lo establecido en el contrato de emisión.

Adicionalmente, una vez amortizada totalmente la serie A, si los fondos disponibles superan el monto de los intereses devengados de la serie B, se destinarán a anticipar parcialmente el pago del saldo insoluto de dicha serie.

Por último, una vez que se realice la totalidad del pago de la serie B, se procederá a determinar en cada fecha de cálculo 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, el FI BCI emite un pagaré a Vida Security y un pagaré a Penta Vida, quienes mediante endoso transfieren dichos pagarés al **Décimo Octavo Patrimonio Separado**. El pago de los pagarés se encuentra garantizado por la prenda comercial constituida sobre las cuotas de los fondos de inversión en los cuales invierte el FI BCI, según se detalla en la Tabla 1 Tabla 2, así como por la prenda comercial sobre la totalidad de las cuotas emitidas por el propio FI BCI. El único aportante del FI BCI es el Fondo de Inversión BCI Secundario II. Es decir, los flujos que se generen a partir de las cuotas de los fondos de inversión, tanto por pagos de dividendos como por disminuciones de capital, serán destinados al prepago de los pagarés. Adicionalmente, la prenda constituida sobre las cuotas del FI BCI asegura que el patrimonio separado reciba la totalidad de los recursos provenientes de dichos fondos de inversión.

² 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.

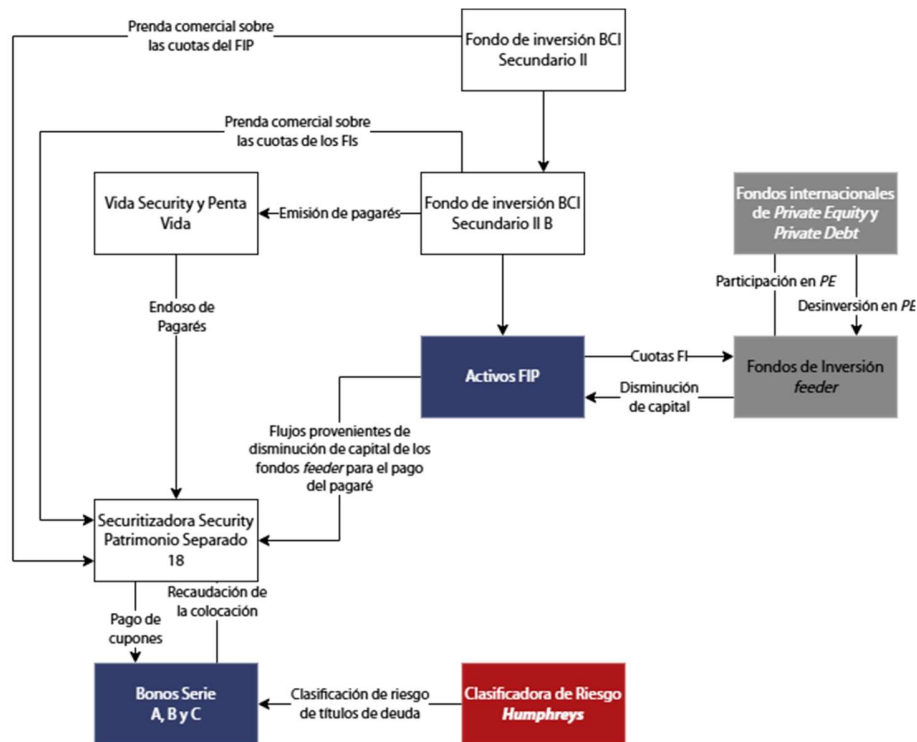


Ilustración 1: Esquema resumido de la operación del patrimonio separado

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

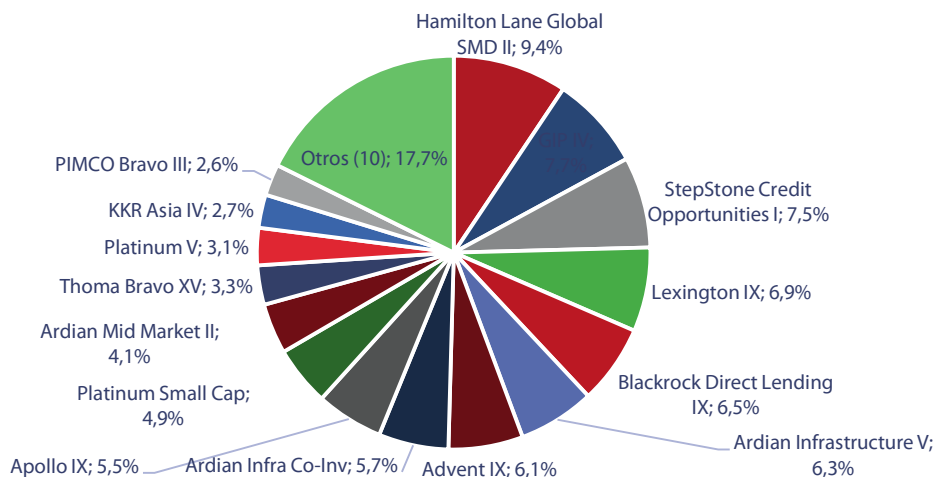


Ilustración 2: Distribución del valor de los fondos extranjeros de private equity

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* y *private debt*, la clasificadora ha tomado en consideración la valorización desarrollada por un tercero, teniendo en consideración los flujos esperados que tendría cada uno de los fondos internacionales en los que invierte indirectamente el FI BCI. Sin embargo, **Humphreys** ha sensibilizado estos flujos en base a características y estrategias de inversión que realizan dichos fondos. Adicionalmente, estas variables fueron estresadas por distintos escenarios de la economía, asignándoles probabilidades de obtención de dichos flujos dentro del período de vigencia de los bonos.

La Tabla 3 presenta los factores probables de obtención de flujos en función de la valorización mencionada, así como la probabilidad asignada a cada uno de los cuatro escenarios económicos considerados. 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 escenario económico supuesto al momento de su 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 50,0% del flujo teórico estimado por el valorizador, oscilando entre un 37,1% y 62,4% durante la vida de los bonos securitizados. La Ilustración 3 presenta la distribución de generación de flujos entregada por el valorizador independiente, junto con la distribución resultante de la sensibilización aplicada por **Humphreys** en su modelo dinámico. Según las proyecciones del valorizador, la mayor recaudación se concentra

en el trimestre 17, periodo en el que se acumula el 53,0% del total de los flujos proyectados para los 48 trimestres evaluados.

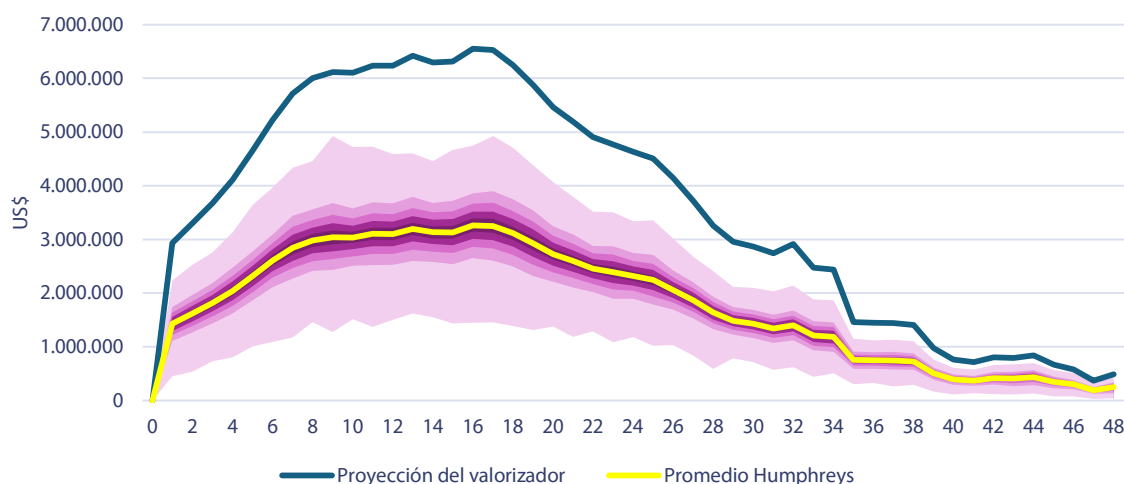


Ilustración 3: Proyección de distribución de ingresos al FI BCI para el pago del pagaré por trimestre

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 *private debt*, así como también 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 FI BCI.
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	< 0,38%	< 0,01%
Serie B	< 2,20%	< 1,00%
Serie C	> 80,00%	> 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."

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile