



# HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO  
Desde 1988

## **Volcom Securitizadora S.A. Quinto Patrimonio Separado**

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

### ANALISTAS:

Marcelo Marambio Llanco  
Savka Vielma Huaiquiñir  
marcelo.marambio@humphreys.cl  
savka.vielma@humphreys.cl

FECHA  
Abril 2026

Categoría de riesgo <sup>1</sup>		
Tipo de instrumento	Categoría	Tendencia
Línea de Bonos Securitizados		
Serie A1	AAA	Estable
Serie B1	AA	Estable
Estados Financieros	-	

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 1.258 de 30-04-2026
Bono Serie A1 (BVOLS-5A1)	Primera emisión
Bono Serie B1 (BVOLS-5B1)	Primera emisión

Datos básicos de la operación	
Identificación patrimonio separado	Patrimonio Separado BVOLS-5
Activos de respaldo	Contratos de <i>leasing</i> habitacional
Originador <sup>2</sup>	Servihabit S.A.
	Leasing Urbano S.A.
Administrador primario	Servihabit S.A.
Representante títulos de deuda	Banco de Chile
Características de los activos	Contratos de arrendamiento con promesa de compraventa otorgados por sociedades inmobiliarias conforme a la Ley N° 19.281, que en su mayoría cuenten con subsidio habitacional otorgado por el MINVU y mutuos hipotecarios endosables, que estén amparados bajo los regímenes de subsidios habitacionales promovidos u otorgados por el MINVU.

Resumen características cartera securitizada					
Tipo de Activo	Saldo insoluto (UF)	# Activos	Tasa promedio	LTV actual* promedio	Valor promedio garantía
CLH	1.009.365	1.222	11,22%	61,43%	UF 1.682

\*Saldo Insoluto Actual / Valor de Garantía Inmuebles.

Datos obtenidos de la cartera de activos con fecha de febrero de 2026.

El total para la tasa de interés, LTV y valor de la garantía se calcula como un promedio ponderado.

Características de las series de bonos				
Serie	Descripción	Valor nominal original (UF)	Tasa de interés	Fecha de vencimiento
A1	Preferente	1.160.000	4,00%	mar-41
B1	Subordinada	127.000	5,50%	mar-41

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Bonos Securitizados (29-02-2024).

<sup>2</sup> Activos son cedidos por el FI Deuda Inmobiliaria I al patrimonio separado.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

El **Quinto Patrimonio** de Volcom Securitizadora S.A. es un patrimonio separado constituido en conformidad con las disposiciones legales vigentes, en especial en lo pertinente del Título XVIII de la Ley 18.045<sup>3</sup> (Ley de Valores). Los activos del patrimonio separado estarán conformados por una cartera de contratos de *leasing* habitacional (CLH), cedidos por el Fondo de Inversión LAB Deuda Inmobiliaria I (FI Deuda Inmobiliaria I). Dichos contratos fueron originados por Servihabit S.A. y Leasing Urbano S.A.,

El FI Deuda Inmobiliaria I es un fondo no rescatable administrado por LAB Capital Administradora General de Fondos S.A. (LAB Capital AGF), cuyo objetivo principal es invertir sus recursos en contratos de arrendamiento con promesa de compraventa regulados por la Ley N°19.281 y en las viviendas asociadas a dichos contratos, conforme a lo dispuesto en su artículo 30.

La clasificación de riesgo asignada por **Humphreys** a los bonos emitidos por Volcom Securitizadora S.A., del **Quinto Patrimonio Separado**, se basa en los niveles de protección que otorgan los flujos esperados de los activos securitizados a las series clasificadas, ello en consideración al nivel de riesgo de estos, los cuales están conformados por 1.222 contratos.

La clasificación de los bonos serie A1 y B1 en “*Categoría AAA*” y “*Categoría AA*”, respectivamente, se basa principalmente:

1. En el caso de la serie A1, el hecho que la pérdida esperada para los bonistas, según el modelo dinámico de **Humphreys** tiende a 0,00%. Mientras que para la serie B, el modelo presenta una pérdida inferior al 0,15%.
2. En la existencia de un marco legal y contractual que delimita en forma clara los derechos y obligaciones del patrimonio separado, de su administrador, de la sociedad securitizadora y de los tenedores de los bonos.
3. La capacidad del patrimonio separado de generar los flujos necesarios para dar cumplimiento a todos los gastos y servicios a precio de mercado, asociados con la emisión, incluida la eventualidad de sustitución del administrador de la cartera.
4. La eliminación y/o reducción a niveles no significativos de los riesgos, distintos a los derivados por *default* o prepago de activos.

Sin perjuicio de lo expuesto, se debe señalar que la operación se inicia con una cartera cuyo saldo insoluto asciende a UF 1.009.365, frente a una serie preferente A de UF 1.160.000, lo que implica un riesgo de prepago en un escenario extremo —esto es que los activos fueren íntegramente prepagados durante los primeros tres años—, escenario en el que los flujos serían insuficientes para cubrir el pago total del bono preferente y, por ende, del subordinado. Esta situación se daría con un prepago de activos superior al 42% al inicio de la operación o con niveles superiores al 45% durante la vida del patrimonio separado (según el modelo dinámico utilizado por **Humphreys**), suponiendo un escenario sin sustitución de activos.

Con todo, se debe destacar que, como se verá más adelante, las proyecciones de prepago de los activos a securitizar —los cuales corresponden a CLH, instrumentos que estructuralmente tienden a exhibir niveles de prepago más acotados e inferiores a los observados en mutuos hipotecarios— se sitúan marcadamente por

---

<sup>3</sup> Mayores antecedentes legales se presentan en el Anexo VI.

debajo de los niveles críticos mencionados. En los hechos, el umbral que podría comprometer la captura del *spread* equivale a aproximadamente 2,6 veces el valor medio de prepago estimado por el modelo dinámico de la clasificadora (17,42%) y, a su vez, corresponde a cerca de 1,7 veces el valor máximo proyectado por dicho modelo (26,56%), evidenciando una holgura considerable.

Adicionalmente, como mitigantes del riesgo de prepago de activos, la operación contempla un mecanismo mediante el cual el FI Deuda Inmobiliaria I mantiene, previo a la fecha de inscripción, una cartera disponible — en términos de saldo insoluto— para efectuar sustituciones por aproximadamente UF 51.000. Asimismo, el fondo transferirá al patrimonio separado un fondo de reserva, que a febrero de 2026 ascendía a UF 12.650, el cual será administrado por el emisor y estará destinado a cubrir eventuales activos prepagados que no sean sustituidos por otros instrumentos de características similares, conforme a lo establecido en el convenio marco. Sumado a lo anterior, dicho fondo deberá informar mensualmente su *stock* de CLH, a fin de monitorear de manera continua la capacidad efectiva para integrar activos en el proceso de reemplazo. En conjunto, estos mitigantes, sumados a la holgura previamente descrita entre los niveles críticos de prepago y aquellos proyectados por el modelo dinámico de **Humphreys**, sustentan la existencia de un nivel de riesgo de prepago bajísimo para la serie preferente, consistente con su clasificación.

Por otro lado, no existen antecedentes que permitan presumir cambios relevantes en las variables consideradas en la evaluación de patrimonio separado. Bajo este contexto, se califican la tendencia de la clasificación como “*Estable*”.

En términos de ASG, en la memoria de la securitizadora se indica que, en términos de gobernanza mantiene distintos modelos y políticas para gestionar posibles conflictos de interés, libre competencia, competencia desleal, lavado de activos, entre otros. En términos sociales, se señala que en algunos patrimonios separados incluyen condiciones de equidad. En temas climáticos, la sociedad no mantiene políticas.

## Definición categorías 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 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.

### Tendencia Estable

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

## Características de la operación

El **Quinto Patrimonio Separado** de Volcom Securitizadora S.A. se conforma en el marco del artículo 132 de la Ley de Valores referente 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 dineros relacionados con la compra de bienes o servicios. Cada emisión hecha por la sociedad securitizadora conformará un patrimonio separado, el cual se mantiene 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 aplicables, definidas individualmente, puesto que ellas conformarán un patrimonio separado de la sociedad securitizadora. La sociedad securitizadora no tiene autorización de preñar, comprometer o vender ninguno de los activos que respaldan la emisión sin el consentimiento del representante de los tenedores de bonos.

Mencionado lo anterior, tanto el interés como el capital de los títulos de deuda serán pagados con los flujos de caja generados por las cuentas por cobrar adquiridas por el patrimonio separado, los fondos que constituya y la rentabilidad de los excedentes periódicos de la operación. Ninguno de los agentes involucrados directa o indirectamente en la transacción, responde con su capital en caso de insolvencia del patrimonio separado; a menos que exista una garantía mediante codeuda solidaria que se estipule en el contrato de emisión.

## Activos del patrimonio

Los activos de respaldo estarán constituidos inicialmente por contratos de *leasing* habitacional (CLH), otorgados en conformidad con la Ley N°19.281 y acogidos a los regímenes de subsidios habitacionales otorgados por el MINVU. Además, en un futuro podrían incorporarse contratos de mutuos hipotecarios endosables (MHE) otorgados conforme al DFL N°3 de 1997 o al DFL N°251 de 1931, los cuales igualmente se encuentran amparados bajo los regímenes de subsidios habitacionales promovidos u otorgados por dicho Ministerio.

Los activos iniciales que integrarán el patrimonio separado serán adquiridos al FI Deuda Inmobiliaria I, administrado por LAB Capital AGF, el cual a su vez adquirió dichos activos de los originadores: Servihabit S.A. y Leasing Urbano S.A.

En esta emisión, los activos que conforman el patrimonio separado corresponden a 1.222 contratos. En total suman un saldo insoluto por UF 1.009.365 y devengan un interés promedio ponderado de 11,22% anual compuesto. Todos los contratos son a tasa fija y se expresan en unidades de fomento.

El valor total de los inmuebles asociados a esta transacción, según tasación, supera en alrededor de un 100,86% la suma del saldo insoluto de todos los contratos. Por su parte, el saldo insoluto promedio de los contratos asciende a UF 825,99.

De acuerdo con el artículo 137 bis de la Ley de Valores, se entenderá cumplida la obligación de entero del activo al patrimonio separado sólo cuando se disponga del certificado del Representante de los Tenedores de Bonos (RTB) en que conste que los mutuos hipotecarios endosables y contratos de *leasing* se encuentran debidamente aportados. En este caso particular el certificado debe ser extendido por el Banco de Chile.

Una vez en funcionamiento el patrimonio separado, la cobranza y recaudación de los CLH estará a cargo de Servihabit S.A., en su calidad de administrador primario de los activos, percibiendo por dichos servicios una remuneración contratada en condiciones de mercado con cargo al patrimonio separado.

En términos generales, los fondos acumulados en el patrimonio separado podrán ser invertidos en instrumentos emitidos por la Tesorería General de la República (TGR), por el Banco Central de Chile (BC) o garantizados por estos, así como en depósitos a plazo, letras de crédito, bonos y efectos de comercio cuya emisión se encuentre registrada en la Comisión para el Mercado Financiero, además de cuotas de fondos mutuos asociados a

instrumentos de renta fija. Estas inversiones deberán cumplir con los requisitos<sup>4</sup> de clasificación establecidos en el contrato: cuando la mejor clasificación vigente de los títulos de deuda del patrimonio separado se sitúe en Categoría A o superior, los instrumentos deberán contar con una clasificación mínima N1 para operaciones de corto plazo o AA para operaciones de largo plazo; en caso contrario, deberán cumplir una clasificación mínima equivalente a N2 o A, según corresponda.

En la eventualidad de que los CLH —y, en su caso, los MHE que pudieran incorporarse posteriormente— se paguen con anterioridad a la fecha de vencimiento inicialmente pactada, ya sea de manera voluntaria o forzosa, los recursos obtenidos se destinarán a la adquisición de nuevos activos de características similares o al pago anticipado de los bonos emitidos con cargo al patrimonio separado. La decisión respecto del destino de dichos recursos se adoptará en cada fecha de cálculo, de acuerdo con lo establecido en el acápite relativo al pago anticipado de los bonos.

En el evento de que se opte por sustituir activos y, llegada la siguiente fecha de cálculo, la adquisición de nuevos activos no se haya materializado, dicha decisión quedará sin efecto, debiendo destinarse los recursos acumulados al rescate anticipado de los bonos.

Adicionalmente, se contempla un fondo de reserva por UF 1.000 con el propósito de mantener una liquidez mínima para el patrimonio separado.

En cuanto a los excedentes que genere el patrimonio separado, éstos sólo podrán ser retirados una vez que se hubiesen pagados todos los bonos emitidos.

## Pasivos del patrimonio

El patrimonio separado emitirá bonos por UF 1.287.000, con tasa de interés fija y con fecha de vencimiento en el año 2041 para la serie preferente y las series subordinadas. La serie A, amortizable, se emitirá por un monto de UF 1.160.000 a una tasa del 4,0%, mientras que la serie B, subordinada y *bullet*, ascenderá a UF 127.000 a una tasa del 5,5%. Tanto la serie preferente como la subordinada son susceptibles de ser rescatada anticipadamente. La serie B posee la característica de que los intereses pueden ser pagados en caso de cumplir con las condiciones de acumulación de fondos estipulados en el contrato y explicado más adelante.

Estos títulos serán pagados exclusivamente con el flujo de caja generado por los activos del patrimonio separado, no existiendo por esta obligación responsabilidad para el originador, administrador de los activos o para la sociedad securitizadora.

## Pago anticipado de los bonos

En relación con la serie preferente, en cada fecha de cálculo, se determinará si el monto acumulado en la cuenta de obligaciones por prepago<sup>5</sup> y la cuenta de excedentes<sup>6</sup> superan las UF 300, de ser el caso, se tendrá la obligación de comprar nuevos mutuos hipotecarios y/o contratos de *leasing* habitacional para sustituir el total o parte de los activos prepagados o, en su defecto, efectuar pagos extraordinarios del capital de la serie A. En el caso que el monto acumulado sea menor a UF 300, será decisión de la sociedad securitizadora si sustituye activos, anticipa el pago de la serie A o mantiene los fondos invertidos en los instrumentos permitidos.

---

<sup>4</sup> Con excepción de los títulos emitidos o garantizados por la TGR o el BC y las cuotas de fondos mutuos.

<sup>5</sup> Se define como la suma de pago anticipado, total o parcial, de los activos y la enajenación de inmuebles adjudicados, neto de los costos y gastos asociados.

<sup>6</sup> Los excedentes se definen como en número positivo entre los fondos disponibles menos el monto total disponible para el pago de intereses de la serie B.

En cuanto a la serie B, si bien se define inicialmente con un solo pago de capital e intereses al vencimiento, los intereses devengados serán pagados parcial o totalmente toda vez que los fondos disponibles<sup>7</sup> del patrimonio separado sea superior a UF 300; el pago efectivo corresponderá al menor valor entre los 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.

En caso de que se opte por una sustitución de activos, estos no podrán conllevar a una reducción en la clasificación de riesgo de los bonos y requerirán la conformidad del representante de los tenedores de los bonos. Asimismo, los nuevos activos deberán presentar características similares —en términos de tipo, tasa, monto, LTV, duración, subsidio y otras equivalentes— y un valor igual o superior al del activo reemplazado.

## Esquema operativo de la transacción

Como se aprecia en la Ilustración 1, el FI Deuda Inmobiliaria I traspasa los contratos al patrimonio separado. Este emite los bonos Series A y B y, con los recursos obtenidos en la colocación junto con la entrega de los bonos subordinados, paga al cedente el precio correspondiente a los activos adquiridos.

Los contratos, de acuerdo con lo establecido en la ley, serán custodiados por el Banco de Chile y administrados por el administrador primario, Servihabit S.A., quienes periódicamente entregarán al patrimonio separado los ingresos recaudados por la cartera securitizada.

Los recursos recibidos por el patrimonio separado podrán ser invertidos en instrumentos de renta fija, de manera directa o indirecta, principalmente emitidos o garantizados por la TGR, el BC o supervisados por la CMF, cumpliendo con las clasificaciones mínimas de riesgo exigidas de acuerdo con la calidad crediticia del patrimonio separado, tal como se detalla en la sección previa “Activos del patrimonio”. Trimestralmente estos fondos serán utilizados para responder al servicio de la deuda. El pago de los cupones se hará a través del Banco de Chile, quien actúa como banco pagador, además, de ser el representante de los tenedores de bonos. Un mayor detalle de los agentes involucrados en la transacción se presenta en el Anexo II.

---

<sup>7</sup> Los fondos disponibles se definen como los valores negociables menos la cuenta de obligaciones de corto plazo, la cuenta de obligaciones por prepago y el fondo de reserva, contabilizándose siempre y cuando el valor sea positivo.

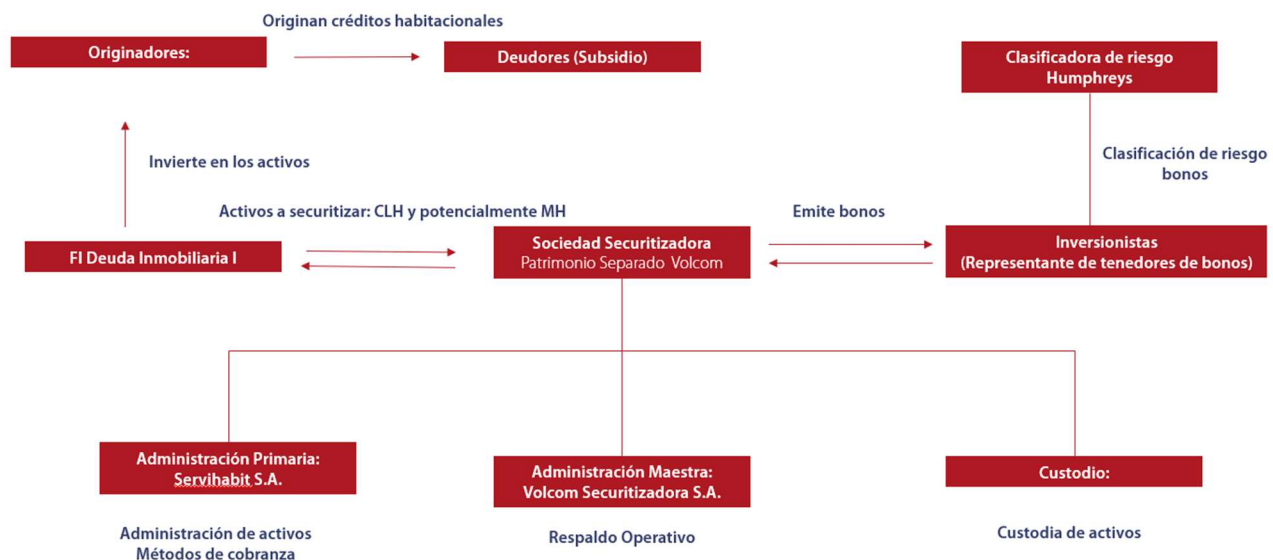


Ilustración 1: Esquema de emisión de bonos securitizados

## Análisis preliminar de variables relevantes

Para efectos del análisis de estrés aplicado a la cartera de CLH del patrimonio separado, la clasificadora ha considerado el comportamiento histórico de activos con características similares originados por distintas entidades, debido a que el fondo, quien traspasa los CLH al patrimonio separado, no es el originador de los activos. En particular se ha analizado el comportamiento de los niveles de *default*, prepago y recuperación de los créditos que caen en cesación de pago. Cabe señalar que **Humphreys** tiene más de 20 años de experiencia evaluando operaciones de securitización respaldado por CLH.

### Default de la cartera

Para este análisis, se ha considerado el comportamiento histórico de los CLH a partir de la información proporcionada por la securitizadora y de los antecedentes disponibles de la clasificadora. La muestra utilizada refleja una trayectoria amplia en materia de originación y abarca distintos contextos económicos. Con base en dicha información, se construyeron curvas teóricas que representan el nivel de incumplimiento esperado de la cartera a lo largo del tiempo, proyectadas sobre el *default* acumulado en cada año respecto del saldo insoluto inicial de los activos. Asimismo, estas curvas se estiman en función de los activos efectivamente liquidados y de los niveles de morosidad observados, bajo el supuesto de que una mora equivalente a cuatro cuotas se ejecuta de manera efectiva.

En la Ilustración 2 se muestra la proyección de *default* elaborada bajo el supuesto de que toda la cartera con morosidad superior a 90 días cae en incumplimiento, lo que provoca que el porcentaje estimado pueda superar los niveles observados en los activos efectivamente liquidados. Adicionalmente, los CLH presentan un *seasoning* promedio ponderado de 59 meses, por lo que es esperable que los incrementos futuros en los niveles de *default* sean más acotados que en una cartera compuesta por contratos recientemente originados. Considerando lo anterior, los niveles de *default* de la cartera de CLH se proyectan a un valor promedio de 4,9%, con máximos de 8,7%, alcanzados al año diez.

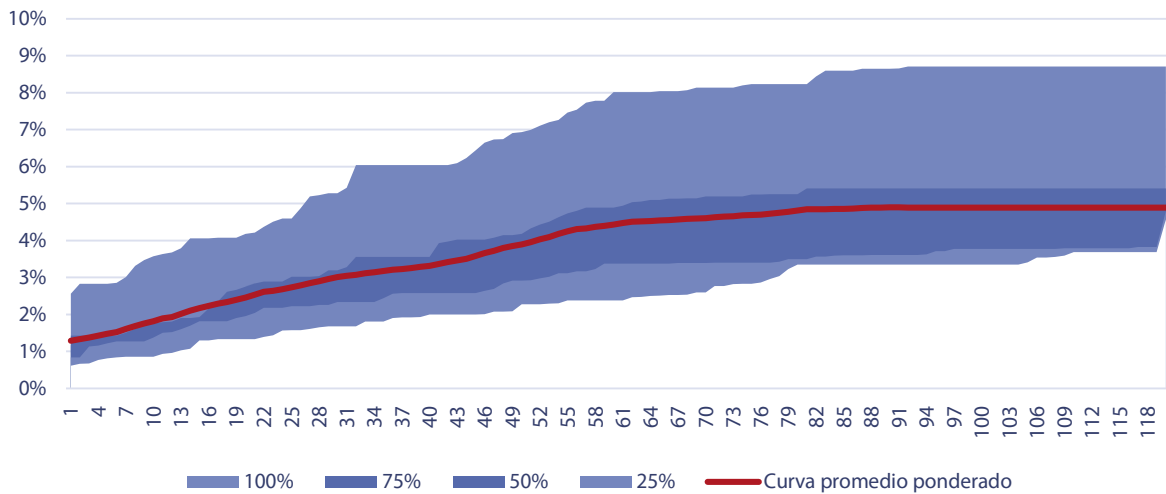


Ilustración 2: Proyección de default

## Prepago de la cartera

La proyección de la curva teórica de prepago refleja el prepago acumulado en cada momento, calculado sobre el saldo insoluto inicial de la cartera de contratos de *leasing* habitacional. La curva correspondiente, presentada en la Ilustración 3, muestra que hacia el mes 120 desde su originación los contratos alcanzan un nivel de prepago cercano al 14,3%, con valores máximos situados en torno al 20,8%.

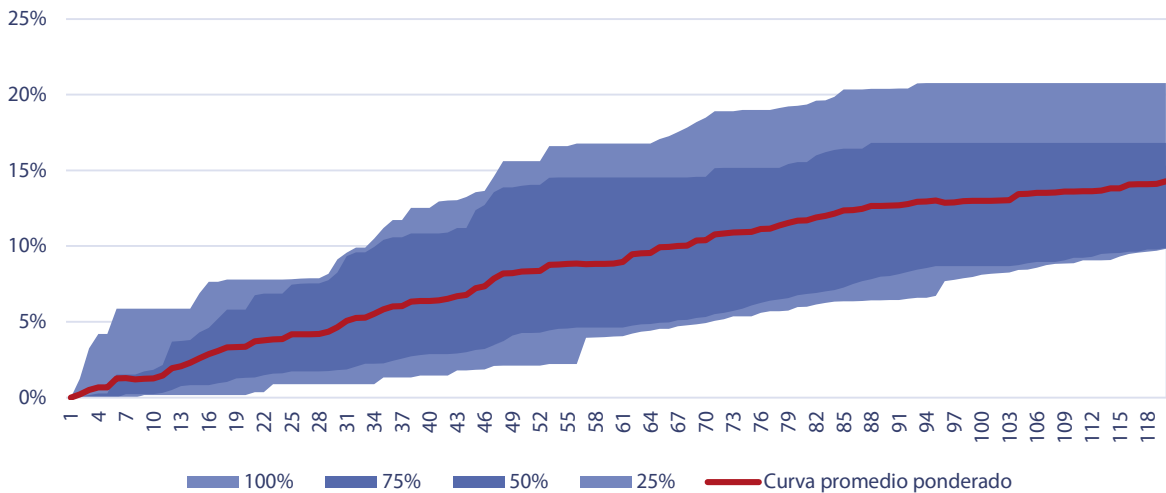


Ilustración 3: Proyección de prepagos

## Recuperación de la deuda fallida

Si bien la información proporcionada para el análisis no incluía antecedentes de activos liquidados, para efectos de la clasificación se hizo uso del conocimiento de más de 20 años que tiene **Humphreys** en la materia. Así, la estimación del recupero considera los gastos asociados a los procesos de venta de activos (del orden del 10%),

plazos de liquidación entre 18 y 24 meses, y pérdidas en la enajenación de activos vinculados con el escenario económico en que ocurre el evento, ello de acuerdo con estados de la economía determinados aleatoriamente, según probabilidades de ocurrencia, previamente definidas en el modelo dinámico aplicado por la clasificadora.

Junto a ello, se asume un deudor con características específicas que es escogido aleatoriamente de la cartera de contratos de *leasing* habitacional, que respaldan la operación. Adicionalmente, se incluye todos los beneficios que pudieren tener los activos en favor de los montos recuperados en caso de *default*.

## Prepago y *default* conjunto

La proyección conjunta de ambas variables permite reflejar el porcentaje de los CLH que se extinguirían antes de su vencimiento original, teniendo en consideración que para efectos del patrimonio separado no es indiferente si se trata de un prepago o de un *default*, salvo que esto último no implique pérdida de saldo insoluto.

En la Ilustración 4 se observa que, de acuerdo con los supuestos utilizados, es posible proyectar que, en promedio ponderado, cerca del 19,2 de los CLH se extinga antes de su vencimiento original, alcanzando niveles máximos en torno al 29,5% hacia el décimo año. Esto se estima bajo una política restrictiva de ejecución de activos, que asume la ejecución en la cuarta cuota en mora, un escenario más conservador que el observado en la práctica.

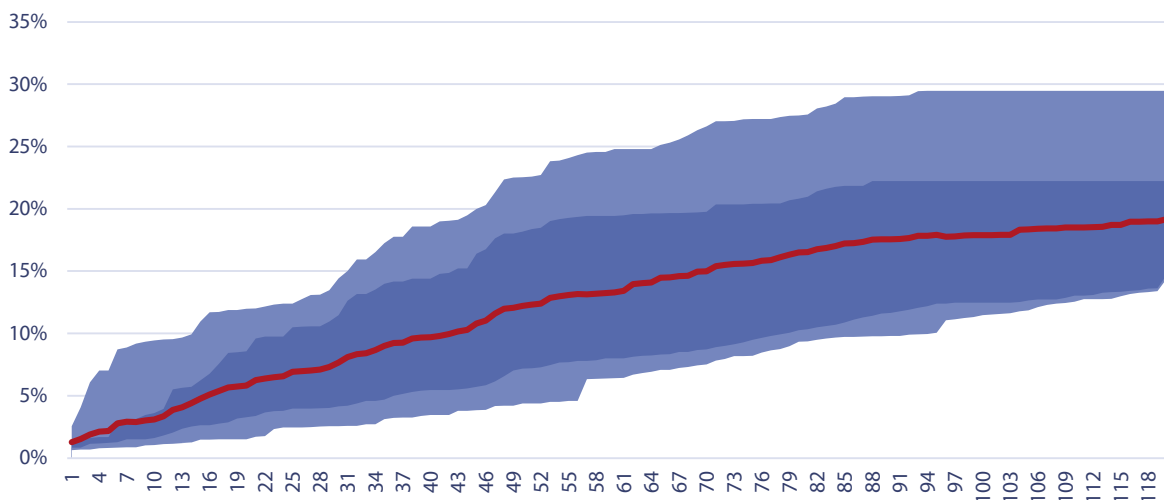


Ilustración 4: Prepago y *default* en base mora conjunto

## Principales conclusiones del modelo

El modelo dinámico aplicado por **Humphreys**, además de permitir obtener la pérdida esperada para los inversionistas, arroja antecedentes respecto al valor esperado del *duration* de los títulos de deuda para los bonistas y los valores de prepago y *default* que conllevan a incumplimientos de las obligaciones derivadas de la emisión de los bonos, entre otras variables. Ver Anexo VI para más antecedentes del modelo dinámico utilizado por **Humphreys** en esta operación (Método de MonteCarlo).

### Prepago y *default* acumulado

En la Tabla 1 se resumen los resultados del modelo para dos de las principales variables que inciden en el riesgo del patrimonio separado: el nivel de *default* y de prepagos. En el caso de la métrica que combina prepago y

*default*, es importante considerar que no corresponde a la suma aritmética de ambas tasas, sino que refleja el efecto compuesto que generan conjuntamente sobre la cartera, incorporando la interacción dinámica entre ambas variables.

Tabla 1: Resumen principales variables que afectan en riesgo del patrimonio

Periodo	Prepago		Default		Prepago y Default acumulado	
	Media	Máximo	Media	Máximo	Media	Máximo
Año 1	2,62%	5,14%	0,83%	2,77%	3,45%	5,56%
Año 2	4,08%	9,44%	1,83%	6,49%	5,91%	10,16%
Año 3	5,48%	13,33%	2,69%	8,38%	8,18%	14,45%
Año 4	7,12%	15,66%	3,42%	10,41%	10,53%	17,73%
Año 5	8,76%	16,94%	4,00%	10,95%	12,77%	19,53%
Total	17,42%	26,56%	5,40%	14,61%	22,76%	31,38%

## Tasa de recuperación de los créditos

Dado los supuestos utilizados por **Humphreys**, el *default* de la cartera conlleva a que los créditos que caen en cesación de pago experimentan una pérdida esperada que puede llegar hasta el 18,8% (también puede ser visto como recuperación de activos, los cual implicarán una media del 81,2%), ello considerando las características propias de los activos securitizados, previo al recupero por garantía.

## Pérdida esperada para los bonistas

En función de los supuestos enunciados y además de lo establecido en el contrato de emisión, **Humphreys** determina las pérdidas esperadas para los distintos bonos y sobre esa base asigna la clasificación de riesgo a los títulos de deuda; velando además por la existencia de probabilidades de *default* compatible con las categorías asignadas.

La pérdida para los tenedores de títulos de deuda se define como la diferencia entre el valor par de los instrumentos y el valor actual de los flujos efectivamente pagados a los bonistas. **Humphreys** representa la pérdida como porcentaje del valor par. En este caso en particular, las pérdidas esperadas obtenidas tras la aplicación del modelo se presentan en la Tabla 2.

Tabla 2: Pérdidas esperadas

Serie	Pérdida esperada
A	< 0,01%
B	< 0,15%

De esta manera, las pérdidas esperadas por el modelo son acordes para una clasificación "Categoría AAA" para la serie preferente A y "Categoría AA" para la serie subordinada B.

## Resumen patrimonio separado

Estructura Bonos	
Tipo de estructura	Preferente / Subordinada
Monto total	UF 1.287.000
Emisor	Securitizadora Volcom S.A.
Administradores primarios	Servihabit S.A.
Banco pagador	Banco de Chile
Representante de los títulos de deuda	Banco de Chile
Pago interés y capital Serie A	Trimestralmente a partir del 1 de septiembre de 2026
Pago interés y capital Series B (subordinadas)	Un cupón el 1 de marzo de 2041

Activos Securitizados	
Originador inicial de los activos	Servihabit S.A. y Leasing Urbano S.A.
Entidades recaudadoras	Servihabit S.A.
Saldo insoluto de activos	UF 1.009.365
Número de activos	1.222
Saldo insoluto promedio activos	UF 825,99
Valor promedio garantía activos	UF 1.476
Tasa promedio ponderada activos	11,22%
Relación deuda original / Garantía activos	64,37%
Plazo remanente activos	179 meses
Mayores concentraciones geográfica (medidas por comunas)	Talca: 10,3%; Puente Alto: 8,0% y Maipú: 6,7%.

*"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."*

# Anexo I: Características de los contratos

## Tipos de activos

Los contratos de *leasing* habitacional corresponden a operaciones en donde el originador se compromete a entregar un inmueble en arriendo por un período preestablecido, dentro de ese plazo el arrendatario tiene la opción de ejercer la compra de este mediante el pago del saldo de precio (equivalente a saldo insoluto en una operación de créditos). Asimismo, el arrendatario se compromete a pagar un canon mensual durante toda la vigencia del contrato (arriendo), lo cual conlleva una tasa de interés implícita en la operación.

Desde una perspectiva financiera, los contratos de *leasing* pueden ser concebidos como préstamos hipotecarios. Si perjuicio de ello, cabe mencionar que, en el caso del *leasing*, el activo subyacente a la transacción no está entregado en garantía, sino que es de propiedad del patrimonio separado (se traspaşa en conjunto con los CLH).

## Subsidio DS120: Aporte estatal al precio de la vivienda

El Subsidio DS120 es un beneficio del Estado que se aplica directamente al precio final de la vivienda en contratos de *leasing* habitacional, reduciendo el monto que el arrendatario debe financiar durante la vigencia del contrato.

Si bien esta subvención no modifica el flujo que el patrimonio separado debe recibir, mejora la capacidad de pago del arrendatario al reducir su carga financiera al inicio del contrato, contribuyendo indirectamente a una mayor estabilidad en los ingresos asociados a los contratos securitizados.

## Garantía estatal a la liquidación de los activos

Aquellos contratos emitidos con subsidios del estado cuentan con garantía estatal, la cual cubre hasta el 100% de las pérdidas producto de *default* con un máximo de UF 200 para el caso de los contratos de *leasing* habitacional.

La garantía opera para aquellos contratos cuyos arrendadores contaron con subsidio estatal y con un crédito complementario de hasta un equivalente al 90% del precio de la vivienda. Esta garantía aplica para cada uno de los créditos que se integran al patrimonio separado.

## Anexo II: Agentes involucrados en la operación

En la operación intervienen diversos agentes. En calidad de cedente de los créditos participa el FI Deuda Inmobiliaria I, administrado por LAB Capital Administradora General de Fondos S.A., el cual adquirió los contratos originalmente a Servihabit S.A. y Leasing Urbano S.A. La administración primaria y recaudación de los activos securitizados corresponde a Servihabit S.A. Por su parte, Volcom Securitizadora S.A. actúa como emisor de los títulos de deuda y como administrador maestro del patrimonio separado. Finalmente, el Banco de Chile cumple las funciones de banco pagador, representante de los tenedores de títulos de deuda y custodio de los activos aportados al patrimonio separado.

### Administradores y recaudadores

La administración de los activos que conforman el patrimonio separado podrá ser encargada a uno o más administradores primarios, función que en esta operación corresponde a Servihabit S.A., ello sin perjuicio de las responsabilidades que le corresponden a Securitizadora Volcom S.A. como emisor de los bonos y administrador legal del patrimonio separado. La relación entre la sociedad securitizadora y los administradores primarios se formaliza mediante contrato por escritura pública, en donde se definen deberes y derechos de las partes.

Las obligaciones del administrador, en términos sucintos, consideran el cobro y percepción de las respectivas rentas de arrendamiento y del precio de compraventa prometido, las acciones prejudiciales y judiciales en caso de mora, la rendición mensual respecto a su gestión y, en general, todas las acciones necesarias que adoptaría un acreedor para la administración y cobranza de sus créditos. La labor del administrador es remunerada y, en este caso particular, se ha fijado la tarifa de UF 0,2 mensual por cada contrato de arrendamiento.

Por su parte, Securitizadora Volcom S.A. realiza el seguimiento continuo del comportamiento de la cartera y de la gestión realizada por el administrador, teniendo capacidad para tomar transitoriamente la administración de los activos en caso de que por cualquier motivo alguno o todos los administradores no estuvieran habilitados para seguir cumpliendo dichas funciones con los parámetros de calidad requeridos.

### Emisor

El emisor—Securitizadora Volcom S.A.—es una sociedad anónima abierta constituida al amparo de lo previsto en el Título XVIII de la Ley de Mercado de Valores. Tiene como objetivo la adquisición de créditos y/o activos que generen flujos futuros y, como contraparte, la emisión de títulos de deuda de corto y largo plazo, originando patrimonios separados del patrimonio común de la securitizadora.

La presente emisión constituye el quinto patrimonio separado formado por la securitizadora.

### Originadores

Si bien los activos —contratos de CLH y, eventualmente, MHE— son transferidos al patrimonio separado por el FI Deuda Inmobiliaria I, administrado por LAB Capital Administradora General de Fondos S.A., estos fueron inicialmente originados por distintas entidades, entre ellas Servihabit S.A. y Leasing Urbano S.A., las que posteriormente vendieron dichos contratos al fondo antes de su transferencia a la securitizadora.

**Servihabit S.A.:** La sociedad fue constituida mediante escritura pública de fecha 19 de diciembre de 1995 como sociedad anónima cerrada. Su giro se centra en la celebración de todos los actos y contratos propios del sistema de arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa regulado por la Ley N° 19.281 de 1993, orientado al desarrollo y operación de soluciones de leasing habitacional. Con fecha 09 de mayo de 2010, la empresa fue

inscrita en el registro de entidades informantes de la Superintendencia de Valores y Seguros hoy Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y está sujeta a la fiscalización.

**Leasing Urbano S.A.:** La entidad fue constituida el 12 de julio de 2019. Con fecha 12 de febrero de 2020, la sociedad fue inscrita en el Registro de Entidades Informantes de la CMF. El objeto social de la compañía comprende la compraventa y el arrendamiento con promesa de compraventa de inmuebles nuevos o usados destinados al uso habitacional, de acuerdo con la Ley N° 19.281, que regula el sistema de leasing habitacional desde su promulgación en diciembre de 1993. En consecuencia, Leasing Urbano S.A. ha definido como su único segmento de negocio el otorgamiento, administración y posterior venta de contratos de leasing habitacional.

### **Representante de los tenedores de bonos y banco pagador**

La representación de los tenedores de bonos y banco pagador se delegó en el Banco de Chile, una de las principales instituciones financieras del país.

El Banco Chile tiene clasificación de riesgo local, entregada por **Humphreys**, de “*Categoría AAA*” a los instrumentos de largo plazo emitidos y en “*Categoría Nivel 1+*” a los valores de corto plazo.

## Anexos III: Estadística descriptiva de los activos

### Distribución saldo insoluto

Considerando el saldo insoluto remanente de los créditos, alrededor del 80% de este se encuentra en montos entre UF 500 y UF 1.500, tal como lo muestra la Ilustración 5 y su distribución por tipo de activo.

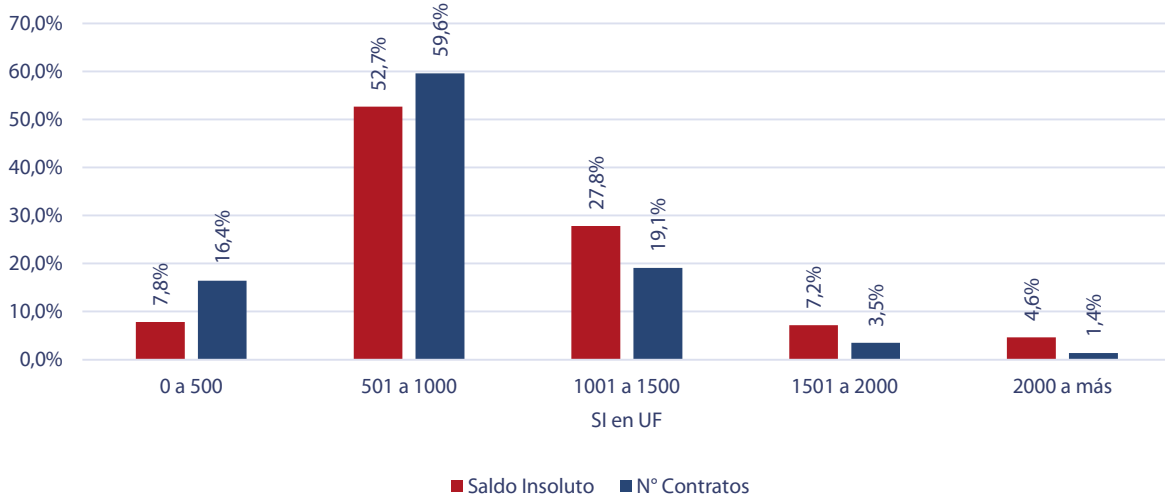


Ilustración 5: Distribución de los activos del patrimonio separado

### Valor de la garantía

El valor de la garantía se refiere al valor de tasación del inmueble. Para esta cartera en particular, el valor de garantía se concentra entre las UF 989 y UF 2.051, acumulando cerca del 80% del valor de estas. La Ilustración 6, muestra la distribución de las garantías de la cartera.

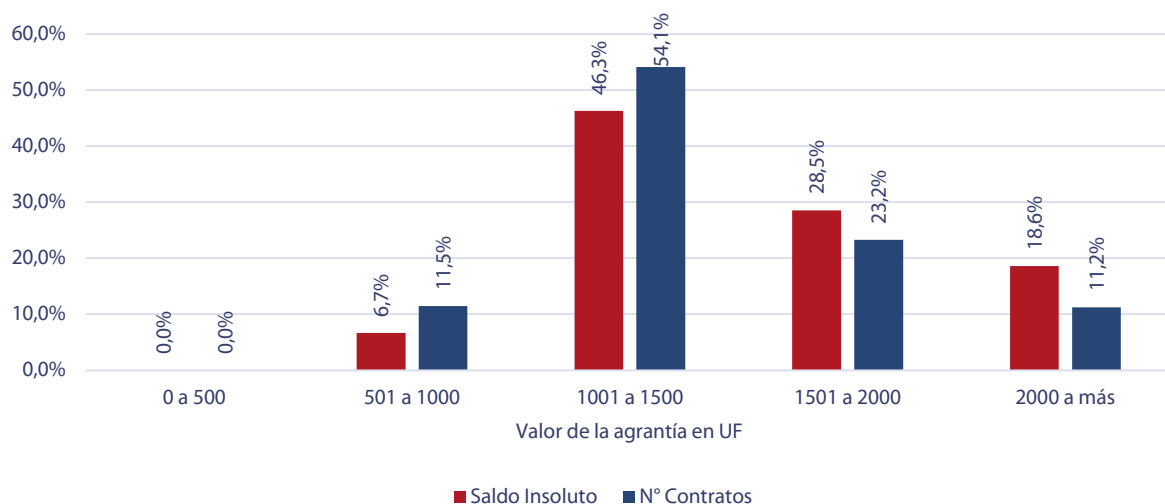


Ilustración 6: Distribución del valor de las garantías de los activos

## Deuda original sobre garantía (LTV)

De acuerdo con la información entregada por el emisor, la relación deuda original sobre garantía se concentra sobre el 60%, tanto en términos de saldo insoluto como en números de contratos. La Ilustración 7 presenta la distribución de la relación.

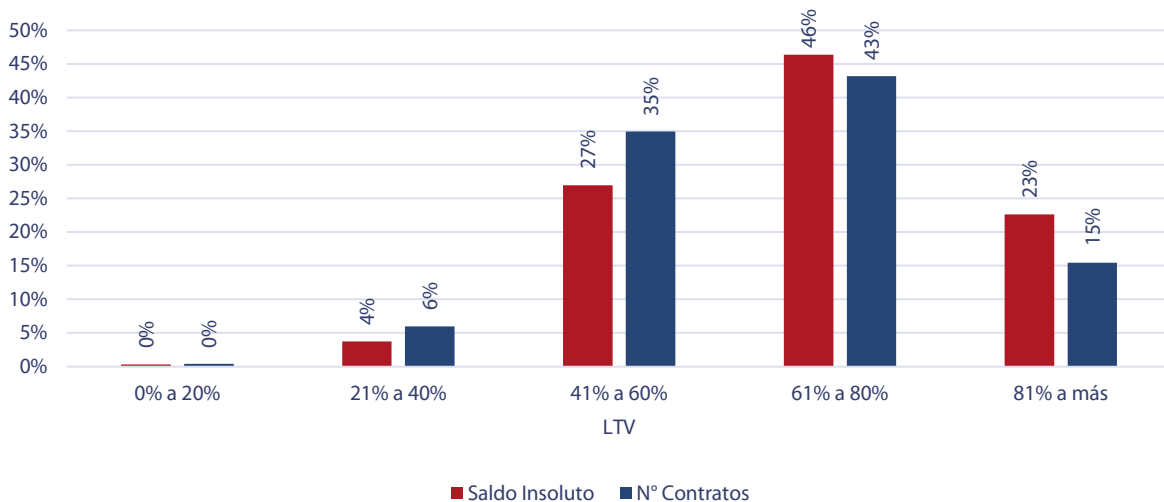


Ilustración 7: Distribución de la relación deuda sobre garantía de los activos

## Relación dividendo sobre renta de los deudores

Considerando los niveles de renta calculados por el área de crédito al momento de la solicitud del préstamo, y excluyendo 8 de los 1.222 contratos para los cuales no se dispone de dicha información, el mayor nivel observado de renta destinada al pago del arriendo alcanza un 34%, equivalente a casi un tercio del ingreso mensual del deudor. No obstante, la mayoría de los contratos —tanto en términos de saldo insoluto como de número de operaciones— se concentra en el intervalo de 18% a 24%, tal como se aprecia en la Ilustración 8.

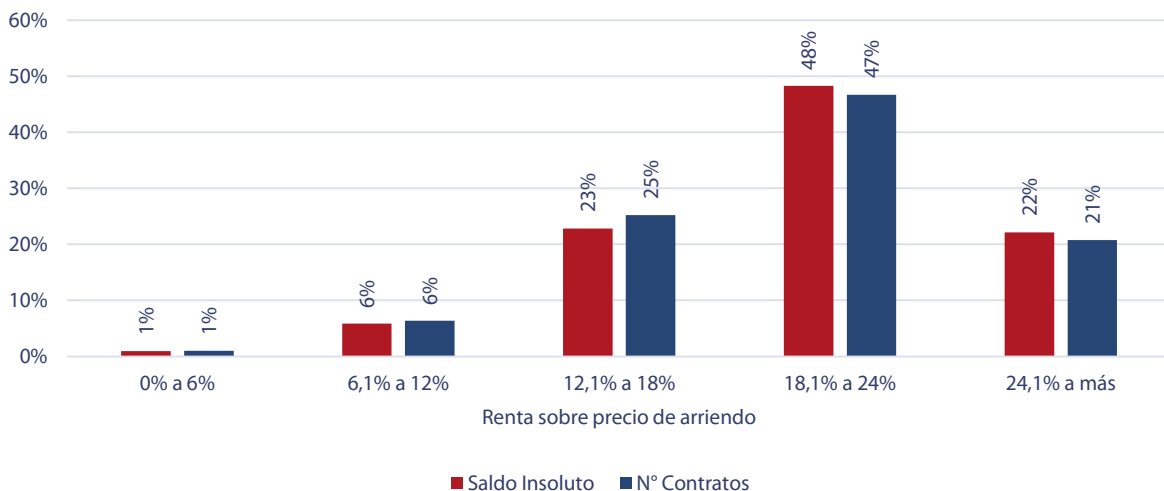


Ilustración 8: Distribución de la relación dividendo sobre renta del deudor

## Tasa de interés

Las operaciones fueron originadas a una tasa de interés promedio ponderada de 11,22%. Las tasas se originaron dentro del rango entre 9,0% y 14,0%.

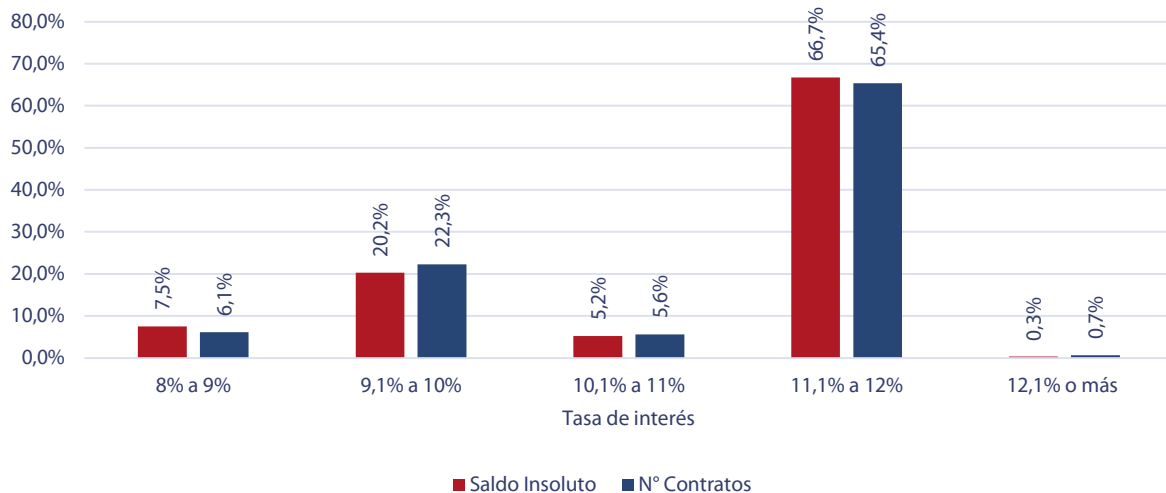


Ilustración 9: Distribución de la tasa de interés de origenación del activo

## Plazo remanente del crédito

Este indicador muestra la cantidad teórica de meses que restan para pagar totalmente el préstamo o el último arriendo, según sea el caso. Este indicador es teórico, puesto que no considera eventualidades tales como prepago de activos (tanto parciales como totales), *default* ni repactaciones de deuda.

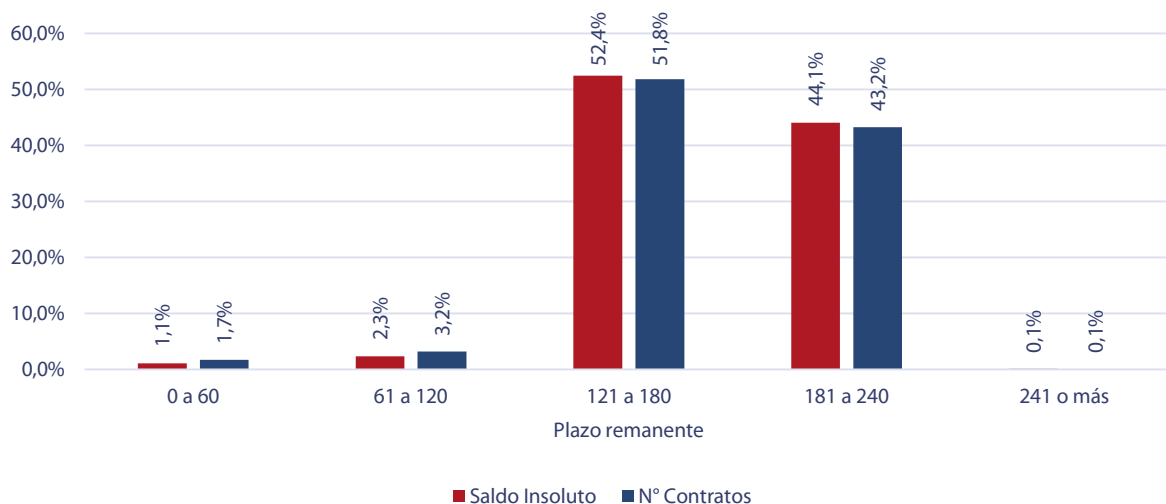
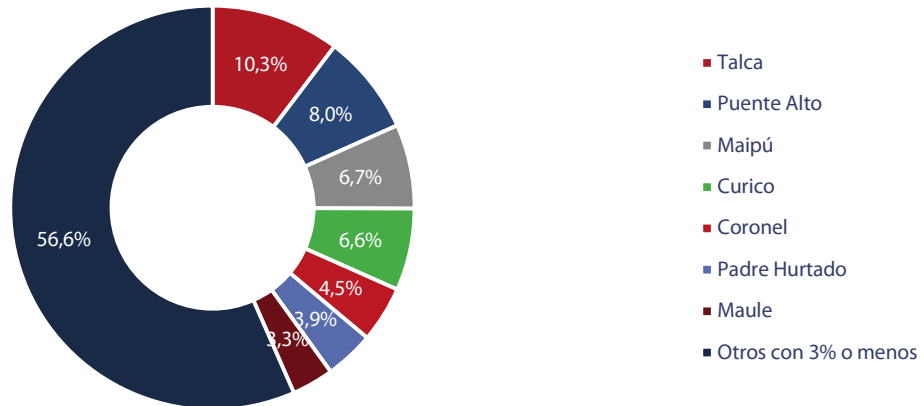


Ilustración 10: Distribución de plazos remanentes de los créditos

## Distribución geográfica

En términos de la distribución geográfica, el saldo insoluto de los activos se encuentra concentrada principalmente en las regiones Metropolitana y Maule, con un 60,4% y 24,9%. En cuanto a la concentración por comuna, las principales tres: Talca, Puente Alto y Maipú, concentran el 21,4% de la cartera.



*Ilustración 11: Distribución geográfica de los activos*

## Anexos IV: Modelo dinámico

El modelo dinámico aplicado por **Humphreys**, entre otros aspectos, tiene como propósito determinar la pérdida esperada para los tenedores de bonos, principalmente, bajo los supuestos dados en cuanto a niveles de prepago y *default* de la cartera de activos. La pérdida esperada para los bonistas y la probabilidad de *default* son las variables principales para la asignación de la clasificación de riesgo de los bonos.

Para la aplicación del modelo, se asume que durante la vigencia del bono la economía estará afectada por cuatro escenarios distintos: normal, positivo, crisis leve y crisis severa. Estos escenarios tienen diferente probabilidad de ocurrencia y se suceden aleatoriamente<sup>8</sup> en el tiempo.

A cada uno de los escenarios se le han definido distintos niveles de morosidad (inferior a 90 días), tasa *default* (superior a 90 días) y prepagos; factores que en definitiva influyen en el flujo futuro esperado de la cartera.

Asimismo, para la morosidad, *default* y prepagos se han supuesto rangos de variabilidad que se distribuyen uniformemente dentro de un determinado escenario. En forma similar se ha procedido a determinar el plazo de ejecución del *default* y los montos recuperados, trabajándose aquí con una distribución normal acotada.

Para determinar los niveles de morosidad y de *default* y la desviación estándar de las mismas, se ha observado, entre otros aspectos, el comportamiento pasado de la cartera global y a securitizar del originador; la antigüedad de las operaciones, las políticas de crédito y su nivel de cumplimiento, la capacidad de cobranza, en especial en épocas de crisis; el nivel de endeudamiento de los deudores; el perfil socio-económico de los mismos; y el propósito y la concentración geográfica de las viviendas.

Los prepagos consideran, entre otros aspectos, la antigüedad de la cartera, los saldos insolutos vigentes, el perfil socioeconómico, edad de los deudores y la tasa de interés de los créditos. Asimismo, el modelo asumió que existía la probabilidad que en los primeros años de vigencia del patrimonio separado se produjesen incrementos excepcionales en los niveles de prepagos.

Para la determinación de los montos recuperados tras un *default*, se tiene en consideración la antigüedad de los créditos y el momento de la ocurrencia, puesto que ello influye en el saldo insoluto de la deuda y el valor de la vivienda (la cual se deprecia a través del tiempo). Adicionalmente, el precio de las viviendas se castiga por efectos de la liquidación, teniendo en consideración el estado de la economía a la fecha de enajenación (no del momento en que el deudor cae en cesación de pago).

Determinados los parámetros y variables que influyen en el patrimonio separado, **Humphreys** —mediante el Método de Montecarlo— realiza 10.000 iteraciones aleatorias que simulan igual cantidad de flujos de caja, con lo cual se determina estadísticamente la probabilidad de *default* de los bonos y la pérdida esperada para los inversionistas. Cabe señalar que el modelo financiero aplicado se ajusta a las características propia de cada operación (por ejemplo, grado de preferencia en el pago de los bonos y determinación y precisión en el uso de los fondos captados en la liquidación anticipada de activos).

### Supuestos de estrés del modelo dinámico

Dado que **Humphreys** opera con un modelo dinámico, no se trabaja con variables fijas determinadas discrecionalmente, sino que cada una de ella asume distintos valores con diferente grado de probabilidad.

---

<sup>8</sup> Al escenario normal, positivo, de crisis leve y de crisis profunda se les asigna una probabilidad de ocurrencia de 35%, 20%, 25% y 20%, respectivamente.

### Default de la cartera de activos

El modelo aplicado por **Humphreys** asume una tasa esperada de *default* acumulado del 5,4% (medido sobre el saldo insoluto existente al inicio del patrimonio separado), llegando a estrés del 14,6%.

### Prepago de la cartera de activos

Se asume una tasa esperada de prepago acumulado del 17,4% (medido sobre el saldo insoluto existente al inicio de la formación del patrimonio separado), llegando a un estrés del orden del 26,6%.

### Prepago y *default* de la cartera de activos

El modelo asume una tasa esperada conjunta de prepago y *default* acumulado del 22,8% (medido sobre el saldo insoluto existente al inicio de la formación del patrimonio separado), llegando a estrés del 31,4%.

### Recuperación de activos

Dado los supuestos utilizados por **Humphreys**, el *default* de la cartera conlleva a que los créditos que caen en cesación de pago experimentan una pérdida esperada del 19% en promedio, porcentaje que puede llegar hasta el 36% en el caso más desfavorable.

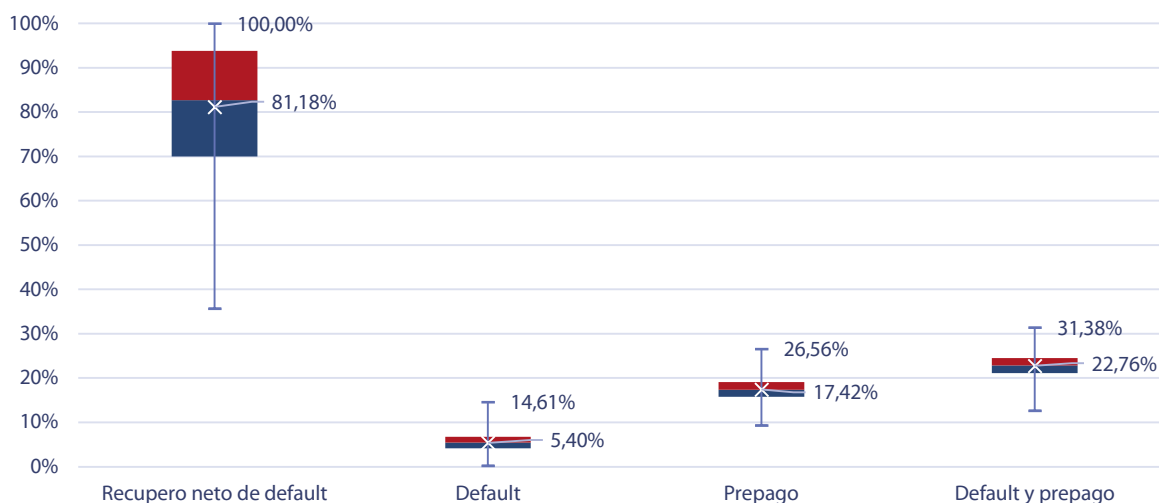


Ilustración 12: Distribución de variables del modelo dinámico

## Anexos V: Consideraciones legales

A continuación, se describen en forma sucinta aquellos aspectos más relevantes que afectan directa o indirectamente las operaciones de securitización.

### Ley de valores: Securitización

La Ley N° 18.045—Ley de Valores—establece que las sociedades securitizadoras tendrán como objeto exclusivo la adquisición de activos y la emisión de bonos. Cada una de estas emisiones y los activos de respaldos formarán lo que se denomina patrimonio separado, unidad económica independiente y diferente al patrimonio común de la securitizadora.

La misma ley define los activos susceptibles de ser adquiridos para la formación de un patrimonio separado; estableciéndose como tales los siguientes instrumentos:

- Letras de crédito, mutuos hipotecarios y contratos de leasing habitacional.
- Créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obras públicas e infraestructura de obras públicas.
- Créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles.

Estos activos se consideran plenamente enterados al patrimonio separado cuando el representante de los tenedores de bonos emita un certificado—certificado de entero—en que se acredite que los activos están debidamente aportados y en custodia, si correspondiere, libres de gravámenes, prohibiciones o embargo.

Mientras no se hubiese emitido el certificado de entero, la sociedad emisora no podrá administrar los recursos captados con la venta de los bonos emitidos, responsabilidad que deberá ser ejercida por un banco (generalmente el representante de los tenedores de bonos). La recepción del certificado debe estar dentro de los 60 días siguientes de la colocación de los bonos, plazo que se puede prorrogar por 90 días adicionales; en caso contrario el patrimonio separado entra en liquidación.

Sin perjuicio de lo anterior, la liquidación de un patrimonio separado no llevará a la quiebra de la sociedad securitizadora y tampoco a la liquidación de los restantes patrimonios separados administrados por la sociedad.

Los tenedores de los títulos de deudas sólo podrán exigir la devolución de sus acreencias al respectivo patrimonio separado, excepto que en la escritura de emisión se establezca que los saldos impagos puedan ser cobrados al patrimonio común.

Por otra parte, los acreedores generales del patrimonio común no podrán hacer efectivas sus acreencias en los bienes que conforman el patrimonio separado, ni afectarlos con prohibiciones, medidas precautorias o embargos. De esta manera, la quiebra de la sociedad securitizadora sólo afectará al patrimonio común y no conllevará a la quiebra de los patrimonios separados, no obstante que éstos deberán entrar en liquidación.

### Ley N° 19.281

Esta ley regula las normas sobre arrendamiento de viviendas con promesa de compraventa (*leasing* habitacional). En ella se establece que las inmobiliarias que participen de este negocio deben constituirse como sociedades anónimas, le es aplicable las normas de las sociedades anónimas abiertas y se deben someter a la fiscalización de las Superintendencia de Valores y Seguros.

Los contratos de arrendamiento con promesa de compraventa regidos por esta ley deben celebrarse por escritura pública e inscribirse en el Registro de Hipotecas y Gravámenes del Conservador de Bienes Raíces.

Los inmuebles asociados a los contratos no pueden estar hipotecados, ni limitado su usufructo o derecho de uso, ni sujetos a interdicciones o prohibiciones de enajenar.

Con todo, las viviendas sólo pueden ser enajenadas siempre que se ceda conjuntamente el contrato de arrendamiento a la sociedad securitizadora. Los bonos emitidos por la securitizadora respaldados por este tipo de activo están exentos del pago del impuesto de “timbres y estampilla”. Asimismo, para la formación de los patrimonios separados no es necesario certificar la custodia de los bienes.

La cesión de los contratos de *leasing* habitacional se realiza mediante endoso, debiéndose identificarse el cedente y el cesionario mediante firma autorizadas ante notario.

El *leasing* habitacional podrá ser pactado de dos formas alternativas. La primera consiste en el pago de un arriendo mensual a la inmobiliaria o al patrimonio separado y de un ahorro paralelo en una Administradora de Fondos para la Vivienda—AFV—con el objeto de acumular recursos para ejercer la opción de compra al término del contrato (de no tenerse los fondos suficientes, automáticamente se extiende el contrato). La segunda modalidad difiere en el sentido que los recursos destinados al ahorro se entregan directamente a la inmobiliaria o al patrimonio separado, disminuyéndose paulatinamente el saldo de precio adeudado para ejercer la opción de compra.

La función propia de la AFV sólo podrá ser ejercida por bancos, sociedades financieras y cajas de compensación. Los fondos ahorrados en estas instituciones tienen el carácter de inembargables y no son susceptibles de medidas precautorias. Los titulares tampoco podrán girar de estas cuentas, salvo para ejercer la opción de compra de la vivienda. Se lleva contabilidad separada entre los fondos para la vivienda y los activos y pasivos del administrador.

Las controversias entre las partes que intervienen en el contrato de *leasing* son dirimidas por un juez árbitro el cual es designado por el juez letrado de turno.

Otros aspectos considerados en la ley son:

- Todos los daños de la vivienda que provengan de vicios ocultos son de responsabilidad del arrendador, en caso de procesos de securitización del patrimonio separado.
- El arrendatario no puede cambiar el destino de la vivienda, sin perjuicio que en ella pueda ejercer actividades comerciales o profesionales que no impiden que subsista el carácter residencial del inmueble.
- Existe la obligación de contratar seguros de incendio y desgravamen.

## Contratación de administración

En este contrato el administrador adquiere la obligación de informar a la securitizadora en forma veraz y oportuna de todo hecho que afecte las operaciones de los activos, cobrar el valor de los dividendos y los seguros correspondientes, mantener información actualizada de los saldos insolutos y de sus respectivos estados de cobranza, entre muchas otras funciones. El administrador puede subcontratar con terceras partes, bajo su exclusivo riesgo, la prestación de los servicios asumidos en el contrato de administración.

El contrato de administración será de duración indefinida, facultándose a cualquiera de las partes para ponerle término anticipado sin expresión de causa, sin perjuicio de las indemnizaciones contractuales que se estipulen. Frente a cualquier disputa entre las partes, ésta será resuelta por arbitraje bajo las reglas de la Cámara de Comercio de Santiago, siendo de carácter definitivo e inapelable.