



# HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO  
Desde 1988

## Fondo de Inversión Activa Deuda Hipotecaria con Subsidio Habitacional II

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

### ANALISTAS:

Antonio González G.

Paula Acuña L.

[antonio.gonzalez@humphreys.cl](mailto:antonio.gonzalez@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

### FECHA

Marzo 2026

Categoría de riesgo <sup>1</sup>	
Tipo de instrumento	Categoría
Solvencia y línea de bonos	<b>AAA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	30 de septiembre de 2025

Características de línea de bonos en proceso de inscripción	
Fecha de vencimiento	4 de octubre de 2035
Monto máximo	UF 3.000.000
Moneda de emisión	UF y CLP
Protección a los tenedores de bonos	Endeudamiento: medido como deuda financiera neta sobre patrimonio no debe superar las 0,5 veces. Ratio de gastos financieros: medido como ingresos recurrentes menos gastos recurrentes sobre costos financieros mayor o igual a 2,5 veces. Mantener al menos el 90% de los activos libres de gravámenes.
Uso de fondos	Fines corporativos generales, incluyendo refinanciamiento. Quedará detallado en cada escritura complementaria.

Estados de Resultados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	Sept-25
Ingresos netos de operación	13.080.344	27.474.331	54.637.361	35.078.173	34.975.496	24.747.381
Gastos de operación	-2.698.970	-3.717.070	-4.863.097	-5.673.190	-5.925.673	-4.554.313
Costos financieros	-540.368	-2.375.116	-4.159.385	-3.204.899	-3.130.905	-2.235.495
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>9.841.006</b>	<b>21.382.145</b>	<b>45.614.879</b>	<b>26.200.084</b>	<b>25.918.918</b>	<b>17.957.573</b>

Estados de Situación Financiera IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	Sept-25
Activos corrientes	3.835.143	9.537.809	8.572.369	8.753.114	8.554.798	9.951.119
Activos no corrientes	195.902.725	274.275.741	348.295.471	356.290.632	367.149.074	365.383.370
<b>Total activos</b>	<b>199.737.868</b>	<b>283.813.550</b>	<b>356.867.840</b>	<b>365.043.746</b>	<b>375.703.872</b>	<b>375.334.489</b>
Pasivos corrientes	22.290.610	42.248.046	22.624.737	25.959.127	33.947.324	31.964.452
Pasivos no corrientes	0	0	0	0	0	0
Patrimonio	177.447.258	241.565.504	334.243.103	339.084.619	341.756.548	343.370.037
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>199.737.868</b>	<b>283.813.550</b>	<b>356.867.840</b>	<b>365.043.746</b>	<b>375.703.872</b>	<b>375.334.489</b>

<sup>1</sup> Metodologías aplicadas: Metodología Clasificación de Riesgo Empresas Concesionarias (29-02-2024) y Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29-02-2024).

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Fondo de Inversión Activa Deuda Hipotecaria con Subsidio Habitacional II (FI Activa DHS II)** es un fondo de inversión no rescatable, cuyo objetivo principal es invertir al menos el 95% de sus activos en mutuos hipotecarios endosables, al amparo del artículo 60 N° 7 de la Ley General de Bancos y del artículo 21 bis del DFL N° 251, u otros otorgados por entidades autorizadas por ley; así como en letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras, correspondientes a créditos hipotecarios complementarios a subsidios habitacionales promovidos u otorgados por el Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU).

Al 30 de septiembre de 2025, **FI Activa DHS II** mantenía un nivel de activos por \$ 375.334 millones, de los cuales un 97,3% corresponde a mutuos hipotecarios endosables<sup>2</sup>. Por otro lado, los pasivos del fondo alcanzaban los \$ 31.964 millones mientras que el patrimonio ascendía a \$ 343.370 millones.

El presente informe tiene como objeto la clasificación de una línea de bonos a inscribir por el emisor. La línea será por UF 3.000.000 con un plazo de vencimiento 4 de octubre de 2035. Para efecto de la clasificación, según lo informado por la administradora del fondo, se trabajó con una emisión de bonos de UF 1 millón amortizables a siete años; sin perjuicio de ello, se verificó que, ante el eventual uso del total de la línea, los bonos mantendrían la categoría de riesgo.

Entre los principales fundamentos, que respaldan la clasificación en "*Categoría AAA*" del **FI Activa DHS II**, destaca tanto el elevado valor de los activos del fondo en relación al saldo insoluto de la deuda financiera esperada como la solidez del calce de flujos entre ingresos y egresos.

A diciembre de 2025, el saldo insoluto de la cartera, valorizado a costo amortizado, alcanza aproximadamente UF 9,1 millones, mientras que la deuda proyectada asciende a UF 1,0 millón, lo que se traduce en una cobertura cercana a 9,1 veces. En caso de asumir que se alcanza el máximo de deuda permitido – esto es, el 50% del valor del patrimonio–, la relación entre activos y pasivos sería de 2,1 veces, bajo el supuesto más pesimista, que considera que los fondos se distribuyen a los aportantes, y de 2,9 veces si se asume que los mayores recursos captados mediante la emisión de bonos se destinan a la adquisición de nuevos mutuos hipotecarios. En los hechos, la estructura de la operación soporta deterioros de las cuentas por cobrar muy superiores a los niveles de morosidad exhibidos por los activos hipotecarios, lo que muestra la fortaleza de pago del fondo, incluso en un escenario que considere el uso total de la línea de bonos.

Por otra parte, los flujos mensuales provenientes de la cartera hipotecaria, del orden de las UF 70 mil, resultan ampliamente suficientes para absorber los gastos operacionales del fondo, en torno a los UF 11 mil al mes, y un servicio de la deuda trimestral del orden de las UF 40.000 (deuda de UF 1 millón)<sup>3</sup>. Se evidencia que la estructura de la operación permite bajas abruptas en el flujo de ingresos, sin por ello poner en riesgo la adecuada situación de calce de flujos de la operación. En efecto, se estima que la relación entre los ingresos de los activos, netos de los gastos propios del fondo, y el servicio trimestral de la deuda oscilaría entre 1,45 veces y 1,50 veces. Incluso bajo un escenario conservador que excluye los flujos provenientes de cartera con más de 3 cuotas vencidas, el indicador oscilaría entre 1,32 y 1,37 veces. Ante la eventualidad de incrementar las emisiones al máximo

<sup>2</sup> Activos valorizados a TIR de compra.

<sup>3</sup> Se utiliza una estructura de deuda con vencimientos trimestrales, dada la estructuración usual de este tipo de instrumentos; no obstante, en caso de que dicha periodicidad difiera, ello no alteraría de manera significativa las conclusiones del análisis.

permitido por la línea de bonos, se requería un plazo mayor para los títulos de deuda y así, mantener un adecuado calce de flujos; situación que, a juicio de la clasificadora, es factible.

Todo lo anterior se ve reforzado por el hecho de que, una vez extinguida la deuda, el fondo continuaría generando flujos relevantes por aproximadamente 30 meses hasta la fecha de vencimiento del fondo en 2035 (con posibilidades de extensión), lo que refuerza adicionalmente su capacidad de pago de los títulos de deuda y la posibilidad de acceder a nuevos financiamientos. La cartera tiene una duración promedio de 18,6 años, lo que implica que al momento de finalizar el pago de la deuda, el saldo insoluto de los activos se situaría en torno a UF 6,08 millones.

La clasificación también considera que, dado el comportamiento histórico de la cartera, los niveles de prepago de los mutuos hipotecarios se han mantenido acotados. Con todo, dado la holgura entre ingresos y egresos, la estructura de la operación soporta niveles elevados de prepagos, sin descartar que estos mismos flujos podrían ser utilizados para efectuar pagos anticipados del bono.

Dentro de los factores incluidos como favorables para efectos de la clasificación se considera la antigüedad de la cartera de cuentas por cobrar y la relación entre deuda y garantía de los mutuos hipotecarios. El hecho que la antigüedad se sitúe en torno a los 5 a 6 años, implica un *pool* de activos con baja probabilidad de experimentar un alza abrupta en sus niveles de mora. Por otra parte, dado que los saldos insolutos adeudados representan, en promedio, el 58% de las prendas hipotecarias, existe una baja probabilidad de que los casos fallidos conlleven una pérdida significativa para el fondo, al margen del desfase de tiempo para el proceso de enajenación del activo subyacente.

Dentro de los elementos que refuerzan la categoría de riesgo asignada se considera la atomización de la cartera, que al cierre de diciembre de 2025 comprende 10.922 contratos, junto con una adecuada diversificación en términos geográficos, al ubicarse en diversas regiones del país. En los hechos, la Región Metropolitana concentra el 28,1% de los contratos repartidos en 41 comunas, seguida por las regiones VIII y VII con un 17,6% y 17,3%, respectivamente. Con todo, no se desconoce que la concentración en la VII región podría ser considerada elevada dado el porcentaje de la población nacional que reside en dicha región.

Desde el punto de vista operacional, se valora positivamente la administración ejercida por Larraín Vial Activos AGF, entidad que presenta estándares de gestión acordes con las mejores prácticas del mercado local, lo que ha sido corroborado mediante la evaluación interna realizada por **Humphreys**.

En términos de ESG, Larraín Vial AGF está alineado con los pilares de Larraín Vial SpA, quien posee una estrategia de sostenibilidad, la cual suscribe siete de los Objetivos de Desarrollo Sostenible planteados por las Naciones Unidas.

La tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se califica en "*Estable*", porque en el corto plazo y de acuerdo con el análisis de la clasificadora, no se observan elementos que incidan en los fundamentos que soportan la clasificación.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Relación entre valor de los flujos del activo y deuda financiera.

#### Fortalezas complementarias

- Atomización de los contratos.
- Diversificación geográfica.
- Generación de liquidez y estabilidad de los flujos.

#### Fortalezas de apoyo

- Administración de Larraín Vial AGF.

## 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.

### Tendencia Estable

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

## Antecedentes generales

### Características del fondo

**FI Activa DHS II** es administrado por Larraín Vial Activos AGF, sociedad que posee 15 años de experiencia dedicada a la gestión de activos financieros, perteneciente a Larraín Vial SpA. Al cierre de septiembre de 2025, Larraín Vial Activos AGF mantenía un patrimonio de \$ 6.925 millones.

A diciembre de 2025 la propiedad de Larraín Vial Activos AGF se componía como se muestra en la Tabla 1.

Tabla 1: Accionistas Larraín Vial Activos AGF

Nombre Accionista	Nº Acciones	% de propiedad
Larraín Vial SpA	1.147.643	100,00%
Asesorías Larraín Vial	4	0,00%
<b>Total</b>	<b>1.147.647</b>	<b>100,00%</b>

## Fondo y objetivo del fondo

**FI Activa DHS II** está organizado y constituido con las disposiciones de la Ley N°20.712 sobre administración de fondos de terceros y administración de carteras individuales, así como por las instrucciones obligatorias impartidas por la CMF. Su reglamento interno fue autorizado por el Decreto Supremo N°129 de 2014 por parte de la CMF y su última modificación consta del 24 de mayo del 2023.

En virtud de lo señalado en el reglamento interno, el objetivo de **FI Activa DHS II** es invertir en mutuos hipotecarios endosables del artículo 69 N°7 de la Ley General de Bancos y del artículo 21 bis del decreto con fuerza de ley N°251 de 1931 u otros otorgados por entidades autorizadas por ley, y en letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras, correspondientes a créditos hipotecarios complementarios a subsidios habitacionales promovidos y otorgados por el MINVU.

La política de inversiones estipulada en el reglamento interno permite y/u obliga a los siguiente:

- Invertir al menos un 95% del activo del fondo en los siguientes activos de acuerdo con los límites individuales respectivos:
  - En mutuos hipotecarios endosables del artículo 69 N°7, de la Ley General de Bancos, y del artículo 21 bis del decreto con fuerza de ley N°251 de 1931 u otros otorgados por entidades

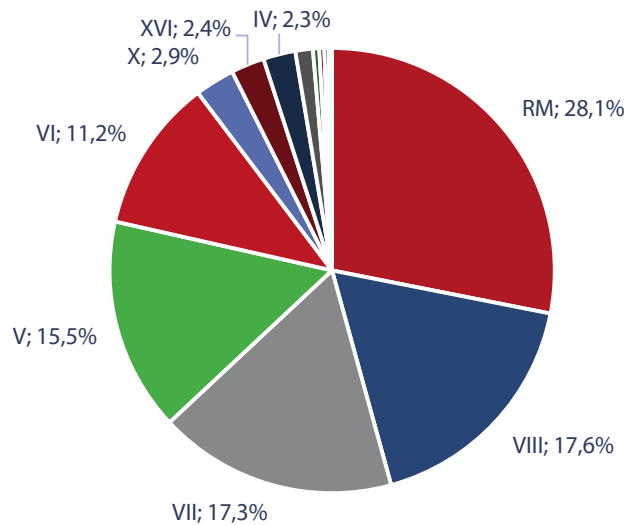
- autorizadas por ley, que sean complementarios a subsidios habitacionales promovidos u otorgados por el MINVU.
- Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras que sean complementarios a subsidios habitacionales promovidos u otorgados por el MINVU.
  - Invertir hasta un 30% del activo del fondo en los siguientes instrumentos:
    - Bono, debentures, pagarés u otros títulos de créditos, títulos de deuda de corto plazo y títulos de securitización cuya emisión haya sido registrada en la Superintendencia respectiva.
    - Títulos emitidos por la Tesorería General de la República, por el Banco Central de Chile o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción.
    - Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instituciones financieras o garantizados por estas.
    - Compromisos de compra, venta, retrocompra y retroventa sobre valores y otros pactos realizados tanto en el mercado primario como en el mercado secundario.
  - Invertir hasta un 4% del activo del fondo en cuotas de fondos gestionados por la administradora o por otra del mismo grupo empresarial u otras.
  - Invertir hasta un 5% del activo del fondo en cuotas de propia emisión.
  - Invertir hasta un 25% del activo del fondo en instrumentos o valores emitidos o garantizados por un mismo emisor, excluido el Banco Central de Chile y la Tesorería General de la República.
  - Invertir hasta un 30% del activo del fondo en instrumentos o valores emitidos o garantizados por el Banco Central de Chile o la Tesorería General de la República.
  - Invertir hasta un 15% del activo del fondo en instrumentos o valores emitidos por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial.
  - Invertir hasta un 15% del activo del fondo en un mismo proyecto habitacional, salvo aprobación expresa de la Asamblea Extraordinaria de Aportantes.

De acuerdo con lo estipulado en el reglamento interno, para algunos instrumentos distintos a los hipotecarios, se establecen límites de hasta un 30%. En opinión de **Humphreys**, en la práctica la inversión en este tipo de valores no podría superar el 5% dado que a lo menos el 95% de los activos del fondo deben mantenerse en mutuos hipotecarios y/o letras de créditos.

## Cartera de inversiones

La inversión del **FI Activa DHS II** se ha orientado a mutuos hipotecarios endosables, los que al cierre de septiembre de 2025 representaron el 97,3% de su activo, dando de esta forma cumplimiento al límite mínimo de inversión establecido en su reglamento interno.

A diciembre de 2025, la cartera contaba con 10.922 contratos, altamente atomizada, donde el principal contrato representa un 0,02% del total del saldo insoluto. A su vez, la cartera se distribuye geográficamente en diversas regiones del país, con una mayor concentración en la Región Metropolitana, la VIII y la VII región, con un 28,1%, 17,6% y 17,3%, respectivamente. En la Ilustración 1, se presenta la distribución de la cartera por región.



*Ilustración 1: Distribución de cartera por región*

En términos de morosidad, al 31 de diciembre de 2025, un 85,1% de los contratos se encuentra al día o con mora de hasta una cuota. Por su parte, la morosidad superior a tres cuotas, considerada como cartera en *default*, alcanzó un 8,5%. El detalle de estos indicadores se presenta en la Ilustración 2.

A la misma fecha, la cartera del fondo presenta una madurez promedio de 18,6 años, mientras que la tasa de interés promedio ponderada de los activos alcanza UF + 5,53%, nivel que contribuye positivamente a la capacidad del fondo para absorber gastos operacionales y cumplir con sus compromisos financieros. Adicionalmente, el *loan-to-value* (LTV) promedio se sitúa en 58,2%<sup>4</sup>, lo que refleja una holgada cobertura crediticia, otorgando un amplio margen de protección frente a eventuales deterioros en el valor de los inmuebles subyacentes o escenarios adversos de recuperación, reforzando así la solidez crediticia de la cartera desde una perspectiva de solvencia.

<sup>4</sup> Cabe señalar que el LTV inicial es 68,2%.

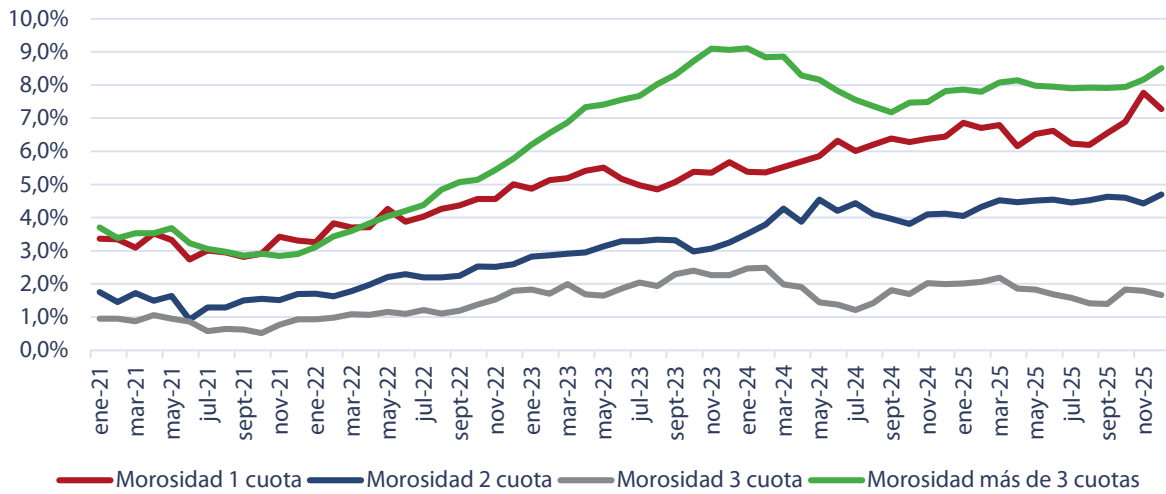


Ilustración 1: Morosidad a diciembre de 2025

## Prepagos voluntarios

Al cierre de diciembre de 2025, el fondo había registrado prepagos acumulados por un monto equivalente a UF 122.164. El comportamiento de los prepagos acumulados se puede observar en la Ilustración 2.

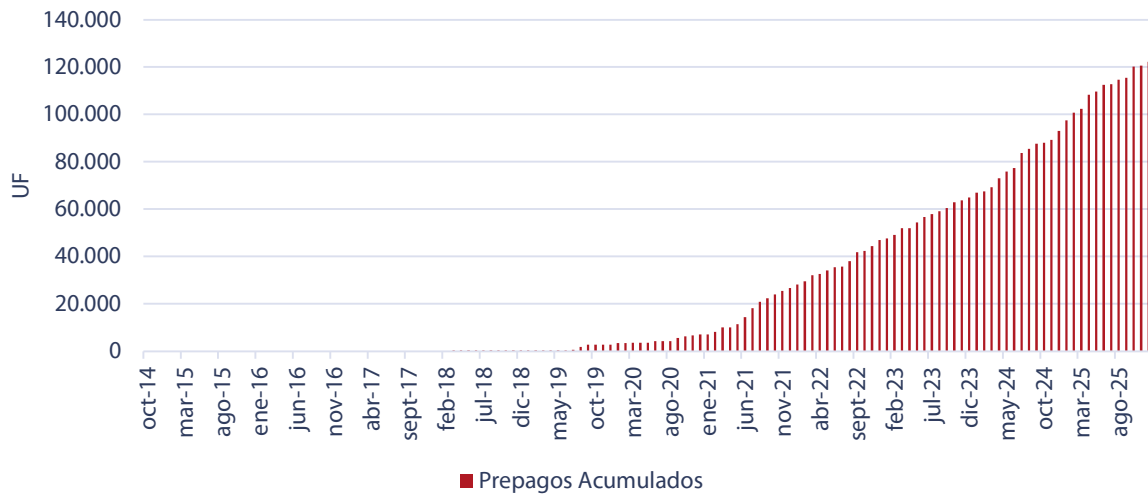


Ilustración 2: Prepago acumulado de los activos

## Análisis financiero

### Proyección de flujos netos<sup>5</sup> del pago de la deuda<sup>6</sup>

Las proyecciones de los flujos netos del fondo son de exclusiva elaboración y responsabilidad de **Humphreys**, por lo tanto, no comprometen ni representan la opinión de terceros ajenos a la administración de la clasificadora. El análisis financiero se realizó sobre la base de la cartera vigente del fondo al 31 de diciembre de 2025, bajo un escenario conservador que no considera la incorporación de nuevos contratos.

La Ilustración 4 muestra distintos flujos netos de gastos y servicio de la deuda. Para estos efectos se asumen gastos anuales por UF 140.000, en línea con el comportamiento histórico del fondo.

Para el servicio de la deuda se considera que, a septiembre de 2025, el fondo mantenía una deuda bancaria por UF 781.444, la cual se proyecta refinanciar mediante la emisión de un bono por UF 1 millón, con un plazo de amortización de siete años. Bajo este escenario, no se identifican *déficits* de flujo ni probables eventos de *default* para la deuda del fondo en ninguno de los períodos proyectados, incluso se considera el endeudamiento máximo que puede tener el fondo, que equivale a un 50% del patrimonio.

Se identifican los siguientes escenarios:

*Escenario Teórico:* Como ingresos asume la totalidad de los intereses y de la amortización de capital de los mutuos hipotecarios bajo el supuesto que estos son pagados de acuerdo con los términos de los respectivos contratos. Como deuda se considera el bono por UF 1 millón.

*Escenario Ajustado:* A los ingresos teóricos se les excluyen los ingresos asociados a los activos actualmente en mora, sin asumir ingresos por liquidación de inmuebles entregados en garantías. Como deuda se considera el bono por UF 1 millón.

*Escenario Sólo Amortización:* Considera como ingresos solo la amortización de capital de los mutuos hipotecarios. Como deuda se considera el bono por UF 1 millón.

*Escenario Endeudamiento Máximo<sup>7</sup>:* Igual que el Escenario Teórico, pero con una deuda equivalente al 50% del patrimonio.

---

<sup>5</sup> Flujos netos definido como: ingresos menos costos de operación menos gastos de administración menos gastos de amortización e interés del bono.

<sup>6</sup> Deuda definida como bono de UF 1 millón, amortizable a 7 años.

<sup>7</sup> Para efectos de un análisis más exigente, se consideró un escenario de endeudamiento máximo equivalente al 50% del patrimonio (dado su *covenant* de endeudamiento). No obstante, cabe señalar que la línea de bonos contempla un monto máximo de UF 3 millones.

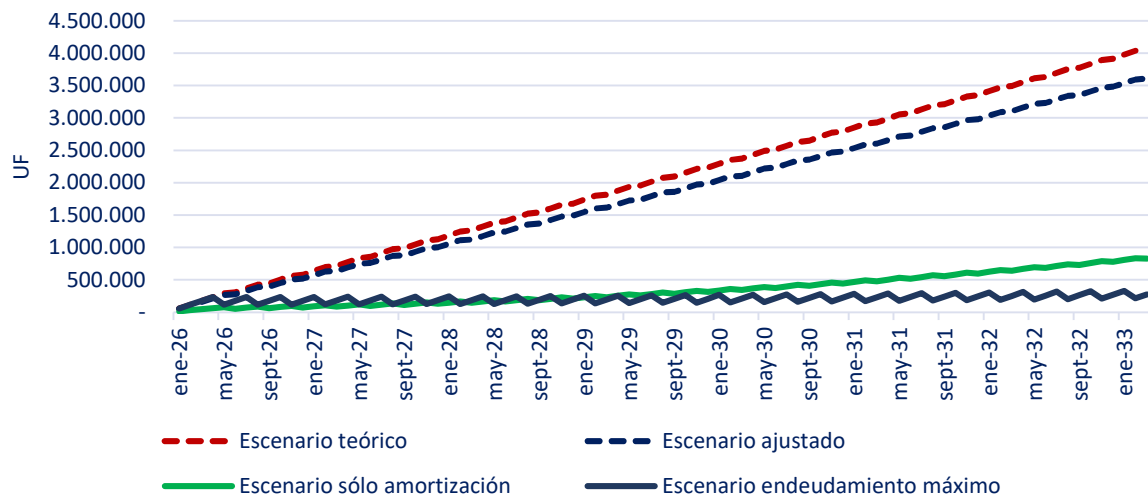


Ilustración 4: Flujos teóricos acumulados

Las curvas mostradas en la ilustración 4 reflejan lo holgado de los flujos acumulados de los activos en relación con el pago de la deuda, permitiendo visualizar el amplio margen de acción que se tiene para administrar aumentos en los niveles de moras de las cuentas por cobrar.

Para efectos de evaluar el calce entre los flujos de ingresos y egresos, la Ilustración 5 presenta, bajo un enfoque de análisis ácido, la comparación entre los niveles de recaudación mensuales netos de gastos del fondo y los vencimientos trimestrales de la deuda.

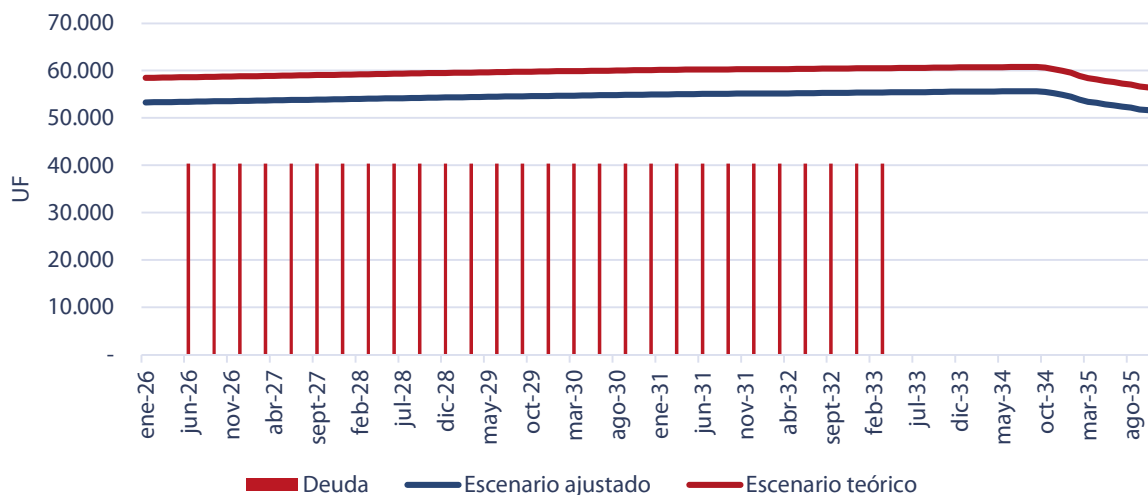


Ilustración 5: Flujos teóricos y servicio de deuda<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Se utiliza una estructura de deuda con vencimientos trimestrales, dada la estructuración usual de este tipo de instrumentos; no obstante, en caso de que dicha periodicidad difiera, ello no alteraría de manera significativa las conclusiones del análisis.

Se observa que las coberturas del escenario teórico se sitúan entre 1,45 y 1,50 veces, mientras que en el escenario ajustado por contratos en mora oscilan entre 1,32 y 1,37 veces, reflejando un calce y holgura elevada entre los flujos mensuales y pagos trimestrales, incluso bajo supuestos conservadores, que dan muestra de la fortaleza del fondo para dar respuesta al pago de sus obligaciones financieros.

Adicionalmente, cabe señalar que, de considerarse la eventual liquidación de los contratos con mora superior a 90 días, se estima un valor de recuperación cercano a UF 680 mil, lo que permitiría prepagar una porción relevante del bono, fortaleciendo aún más la posición de cobertura del instrumento.

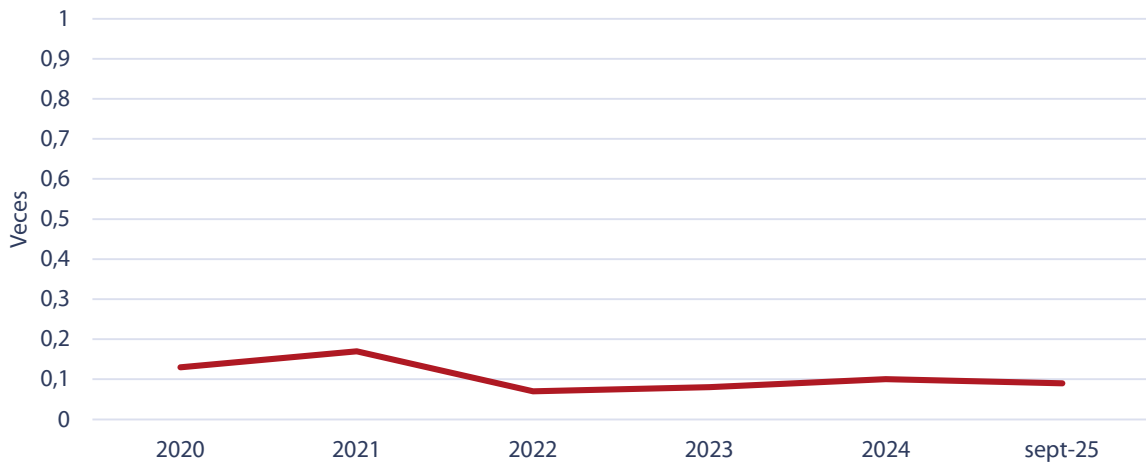
Bajo el escenario de endeudamiento máximo, que considera un incremento significativo del nivel de deuda hasta un 50% del patrimonio, para lograr un adecuado calce de flujos, sería necesario extender el plazo del bono, de modo de compatibilizar el perfil temporal de los egresos con la generación de flujos del activo. Con todo, cabe considerar que dicho mayor endeudamiento previsiblemente se destinaría a la originación de nuevos contratos, lo que permitiría incrementar la generación de flujos mensuales.

## Endeudamiento

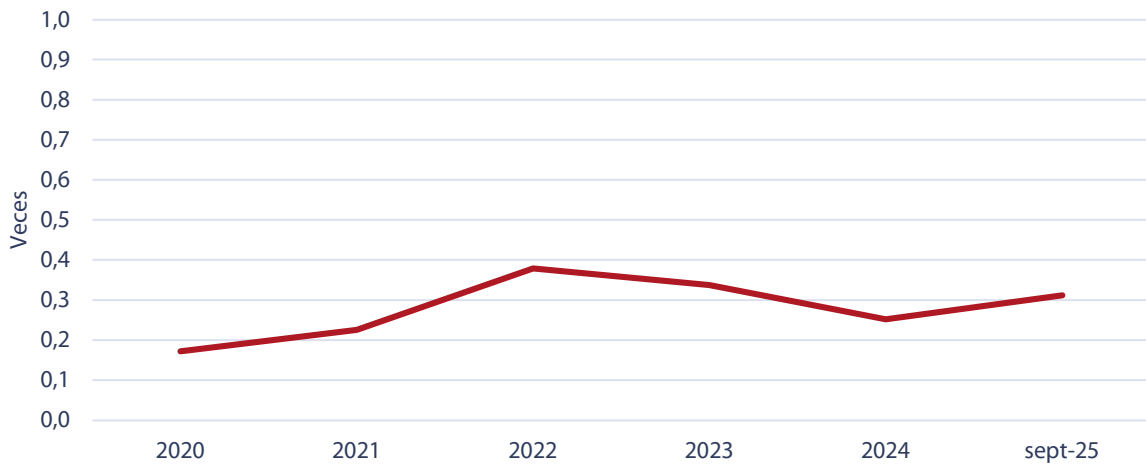
El endeudamiento del fondo, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, a septiembre de 2025 alcanzó una razón de 0,09 veces. Cabe señalar que el reglamento interno permite un endeudamiento máximo de hasta un 49% del patrimonio, mientras que la escritura de la línea de bonos establece un límite del 50%, lo que evidencia una holgada capacidad de endeudamiento disponible. La Ilustración 6 presenta el comportamiento que ha tenido esta relación. De emitirse un bono de UF 1 millón, se estima que el ratio de endeudamiento quedaría en torno a las 0,11 veces.

## Liquidez

La liquidez del **FI Activa DHS II**, medida como la razón entre activos corrientes y pasivos corrientes, registró a septiembre de 2025 un valor de 0,3 veces, debido principalmente por la concentración de vencimientos de deuda bancaria durante el corto plazo, la cual se espera refinanciar con el bono en cuestión. No obstante, este indicador se encuentra mitigado por la estabilidad de los flujos operacionales y por la naturaleza líquida y recurrente de los ingresos provenientes de la cartera hipotecaria. En caso extremo, se podrían vender activos para reforzar liquidez si fuese necesario, aunque esta alternativa es poco probable que ocurra. La evolución de este indicador se presenta en la Ilustración 7.



*Ilustración 6: Endeudamiento*



*Ilustración 7: Razón Corriente*

*“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.”*