



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

Securitización de rentas inmobiliarias

Ficha II — Pagaré emitido por una empresa inmobiliaria (con garantía)

FICHA TÉCNICA

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

Septiembre 2026

Los bonos securitizados de rentas inmobiliarias corresponden a instrumentos de deuda emitidos por un patrimonio separado, cuyo pago de intereses y capital se sustenta en los flujos provenientes de activos subyacentes ligados a rentas inmobiliarias. Dichos activos pueden consistir en contratos de arriendo cedidos directamente al patrimonio separado o, en ciertas estructuras, en pagarés emitidos por entidades inmobiliarias cuya capacidad de pago depende, en último término, de los flujos generados por esos contratos. Bajo esta lógica, el análisis crediticio no parte desde la solvencia general del originador como si se tratara de un bono corporativo tradicional, sino desde la calidad del activo securitizado, la estabilidad de sus flujos y la fortaleza de la estructura que transforma esos flujos en pagos a los bonistas.

La presente ficha —segunda de las tres que componen este tomo¹— aborda específicamente aquella modalidad en que el activo securitizado corresponde a un pagaré emitido por una empresa inmobiliaria, el cual podría estar o no respaldado por la garantía de uno o más inmuebles. La modalidad alternativa, consistente en la cesión directa de contratos de arriendo al patrimonio separado, se desarrolla en la Ficha III.

El marco general del análisis y los elementos transversales aplicables a toda securitización de rentas inmobiliarias —separación patrimonial y estructuración del vehículo, calidad del administrador de activos, fondo de reserva, prelación de pagos, resguardos financieros y gatillos, calce de moneda, tasa y plazo, seguros y riesgos legales y tributarios— se exponen en la Ficha I de este tomo y se presumen adecuadamente mitigados para efectos de lo que se expone a continuación.

PRIMER ESCENARIO: PAGARÉ SIN GARANTÍA INMOBILIARIA

Si el único deudor directo del activo securitizado es la inmobiliaria emisora del pagaré, la clasificación del bono securitizado tiende a quedar anclada, en primera instancia, a la calidad crediticia de dicha entidad. Y por lógica, la clasificación de la entidad quedaría supeditada a su capacidad de generar flujos. Esto, considerando el caso donde los contratos de arrendamiento no estuviesen como garantía de dicho pagaré. Ello ocurre porque, mientras no existan mitigantes estructurales suficientemente robustos, el patrimonio separado depende de que esa inmobiliaria cumpla su obligación de pago.

SEGUNDO ESCENARIO: PAGARÉ CON GARANTÍA INMOBILIARIA Y DESFASE DE VENCIMIENTOS

Sin perjuicio de lo anterior, existe una modalidad alternativa en la que el activo subyacente corresponde a un pagaré emitido por una inmobiliaria, respaldado por garantías sobre bienes inmuebles, estructurado como un bono tipo *bullet* cuyo vencimiento presenta un desfase respecto del vencimiento del pagaré.

La lógica subyacente de esta modalidad es que la inmobiliaria genere los flujos necesarios para cubrir los pagos periódicos de intereses del pagaré —los que a su vez sustentan el pago de intereses del

¹ Para revisar las demás fichas, haga clic en [FICHA I](#) o [FICHA III](#).

bono— y que, al momento del vencimiento del pagaré, pueda hacer frente a dicha obligación mediante la generación de flujos operativos o a través del refinanciamiento de esta con otra entidad financiera o con el público (esta situación, dado el desfase aludido, implicaría poder prepagar el bono securitizado). No obstante, en el escenario más adverso donde la inmobiliaria no logre cumplir con dicho compromiso, el desfase de vencimientos entre el pagaré y el bono otorga al patrimonio separado la ventana de tiempo necesaria para ejecutar la garantía y liquidar los activos subyacentes, asegurando así el pago oportuno a los inversionistas.

En este caso, la clasificación toma como referencia base la solvencia de la inmobiliaria, incorporando adicionalmente como mitigante la existencia de la garantía inmobiliaria y la capacidad del patrimonio separado de ejecutarla y liquidarla oportunamente.

DESFASE TEMPORAL Y SOBRECOTERIALIZACIÓN

En este contexto, la clasificación de riesgo se determinaría a partir de la probabilidad conjunta de incumplimiento de la inmobiliaria y de que, dadas las condiciones de desfase temporal y valor de la garantía, la ejecución y liquidación de esta no resulten suficientes para pagar los bonos en tiempo y forma.

Dichas condiciones —desfase temporal y valor de la garantía— inciden de manera directa en la probabilidad de que la liquidación resulte suficiente y oportuna. Respecto al plazo, a mayor desfase de vencimientos entre el pagaré y el bono, menor es el riesgo de no poder liquidar el activo en tiempo y forma. Respecto al valor, a mayor nivel de sobrecolateralización de la garantía en relación con las obligaciones del bono, mayor es la holgura frente a potenciales castigos en su valorización, lo que a su vez facilita una liquidación en plazos más acotados.

Por tanto, también podríamos establecer que, para una misma clasificación, para cierto nivel de desfase y nivel de sobrecolateral, existe una posible relación de sustitución entre ambas variables: ante un mayor nivel de sobrecolateralización, el desfase de vencimientos requerido para mantener el rating sería menor, y viceversa. De manera simétrica, a mayor desfase temporal, menor sería el nivel de sobrecolateralización exigido para sostener la misma clasificación y al revés.

FORMALIZACIÓN DE LA PROBABILIDAD DE NO PAGO

Entonces, la probabilidad de que el patrimonio separado no pueda hacer frente a sus obligaciones podríamos modelarla de la siguiente forma:

Si definimos los siguientes sucesos:

- **NP:** El bono securitizado cae en *default*.
- **D:** La inmobiliaria no paga el pagaré (*default*).
- **L:** La liquidación del activo no resulta suficiente para cubrir el capital del bono, o bien no se concreta dentro de los plazos necesarios.

La probabilidad de que el bono securitizado no pueda ser pagado en tiempo y forma, en un escenario sin garantía, corresponde a: $\Pr(NP) = \Pr(D)$; en cambio, en presencia de una garantía inmobiliaria, dicha probabilidad se determina como la ocurrencia conjunta de los eventos de incumplimiento de la inmobiliaria y de insuficiencia o ineffectividad en la liquidación de la garantía, esto es:

$$\Pr(NP) = \Pr(D \cap L) = \Pr(D) * \Pr(L|D).$$

Esta última probabilidad — $\Pr(L|D)$ — dependerá de cuál sea el nivel de dependencia entre los sucesos D y L, resumiéndose en los siguientes tres casos:

- 1) En caso de total independencia: $\Pr(D \cap L) = \Pr(D) * \Pr(L)$
- 2) En caso de total dependencia: $\Pr(D \cap L) = \Pr(D)$; $\Pr(L|D) = 1$
- 3) En caso de existir algún grado de dependencia: $\Pr(D \cap L) = \Pr(D) * \Pr(L|D)$

Bajo el supuesto de que exista una relación de dependencia positiva entre los eventos **D** y **L**, la probabilidad de no pago del bono securitizado será mayor en un escenario de dependencia total (riesgo de insolvencia de la inmobiliaria), seguida por situaciones de dependencia parcial. Por último, el escenario menos riesgoso corresponde al caso de independencia entre ambos eventos.

No obstante, es razonable suponer que, en la práctica, prevalecerán escenarios con algún grado de dependencia (positiva) entre estos eventos, dado que la ocurrencia de una situación de insolvencia en la inmobiliaria suele estar asociada a condiciones económicas adversas que, simultáneamente, afectan la capacidad de liquidación de los activos inmobiliarios en garantía.

IMPLICANCIAS PARA LA CLASIFICACIÓN

En consecuencia, bajo este esquema, el riesgo del bono securitizado será inferior al del emisor del pagaré, constituyendo este último una referencia o clasificación “base”. A partir de ello, en la medida en que la garantía presente características más favorables —tales como un mayor valor relativo (mayor valor de sobrecolateralización), ubicación en mercados con alta demanda o la existencia de una ventana de tiempo suficiente para su liquidación, entre otras variables— la clasificación de riesgo del bono securitizado podría situarse por sobre la del originador.

SÍNTESIS

En síntesis, en esta modalidad el riesgo del bono securitizado queda determinado, en ausencia de garantía, por la solvencia de la inmobiliaria emisora del pagaré. Cuando existe garantía inmobiliaria, la clasificación se determina por la probabilidad conjunta de incumplimiento del emisor y de insuficiencia o inoportunidad en la ejecución y liquidación de dicha garantía, siendo el desfase de vencimientos y el nivel de sobrecolateralización los dos factores que definen la holgura de la estructura y que operan entre sí como variables sustitutas.

Cabe señalar, a modo de referencia, que una estructura de esta naturaleza tenderá a requerir un nivel de sobrecolateralización mayor que una estructura respaldada por una cartera diversificada de contratos de arriendo (Ficha III), por cuanto el valor de recupero queda sujeto a la valorización del inmueble al

momento de la ejecución; dicha comparación se desarrolla en la Ficha I. Todo lo anterior se cumple en la medida en que los riesgos operativos, legales y estructurales descritos en la Ficha I de este tomo se encuentren adecuadamente mitigados.

Humphreys queda a disposición de los inversionistas y del público en general para aclarar o profundizar los términos vertidos en este documento; también para mostrar y explicar su metodología de clasificación de bonos securitizados.

La metodología de *Humphreys* destaca entre sus pares por la aplicación de una evaluación basada en simulaciones de Monte Carlo, lo cual permite reflejar fehacientemente el comportamiento real de las carteras de créditos (sobre la base de distribución de pérdidas) y entregar información útil a los inversionistas (probabilidad de *default* y pérdida esperada, entre otras variables).