



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

Securitización de rentas inmobiliarias

Ficha I — Marco general y elementos transversales

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.

El objetivo de esta ficha técnica es presentar, de manera general, los principales elementos considerados en la clasificación de riesgo para determinados tipos de estructuras de bonos securitizados respaldados por rentas inmobiliarias. No obstante, pueden existir otras modalidades de estructuras que, por razones de alcance, no se abordan en este documento. En todo caso, como entidad clasificadora, quedamos a disposición para atender consultas y analizar esquemas adicionales que pudieran resultar de interés.

ESTRUCTURA DEL TOMO

Por razones de extensión y de claridad expositiva, el tratamiento de estas estructuras se ha dividido en tres fichas técnicas (podrían añadirse fichas adicionales a futuro con otras estructuras) que conforman un mismo tomo. Cada una de ellas puede leerse de forma independiente—pues incorpora el encuadre mínimo necesario para su comprensión—, pero su lectura conjunta entrega la visión completa del enfoque de clasificación aplicado a este tipo de operaciones.

- **Ficha I — Marco general y elementos transversales** (la presente): define el activo subyacente, la lógica general del análisis y aquellos elementos estructurales, operativos, legales y financieros que resultan aplicables a cualquier securitización de rentas inmobiliarias, con independencia de la modalidad adoptada.
- **Ficha II — Pagaré emitido por una empresa inmobiliaria**: aborda la estructura cuyo activo securitizado corresponde a un pagaré emitido por una inmobiliaria, con o sin garantía sobre bienes inmuebles, y desarrolla el tratamiento de la probabilidad conjunta de incumplimiento del emisor y de insuficiencia en la ejecución y liquidación de la garantía.
- **Ficha III — Cesión de contratos de arriendo**: aborda la estructura en que los contratos de arriendo se ceden directamente al patrimonio separado—o bien se mantienen en garantía—distinguiendo según el grado de atomización de los arrendatarios.

Las operaciones de securitización que se abordan en este tomo son las siguientes: en primer lugar, un pagaré emitido por una empresa inmobiliaria, el cual podría estar o no respaldado por la garantía de uno o más inmuebles (Ficha II). En segundo lugar, la cesión directa de contratos de arriendo o, alternativamente, un pagaré emitido por una inmobiliaria que mantenga dichos contratos en garantía (Ficha III).

LÓGICA GENERAL DEL ANÁLISIS

Con independencia de la modalidad, el análisis sigue una secuencia común. En primer término, se identifica quién es el obligado directo al pago del activo securitizado y cuál es la fuente última de los flujos que sustentan dicha obligación. En segundo término, se evalúa si la estructura contempla mitigantes suficientes para desacoplar la clasificación del bono de la calidad crediticia de ese obligado. Finalmente, se examina el grado de holgura disponible —fundamentalmente por la vía de la sobrecolateralización, del fondo de reserva y de la prelación de pagos— para absorber desviaciones respecto del comportamiento proyectado.

De esta forma, la clasificación puede quedar anclada en la solvencia de una contraparte determinada — la inmobiliaria emisora del pagaré o el arrendatario único, según el caso— o bien situarse por sobre ella, en la medida en que existan mitigantes estructurales robustos. Los mitigantes que operan de manera más directa sobre este desacople son el nivel de sobrecolateralización y el desfase temporal entre los vencimientos del activo y del bono, desarrollados en la Ficha II, y la diversificación de la cartera de arrendatarios, desarrollada en la Ficha III.

ELEMENTOS TRANSVERSALES

Con independencia de la estructura específica que se adopte —pagaré inmobiliario o cesión de contratos de arriendo—, existen ciertos elementos que resultan aplicables transversalmente a toda securitización de rentas inmobiliarias y que inciden de manera relevante en su clasificación de riesgo. Por tratarse de aspectos comunes a ambos casos, no se analizan de forma separada en las Fichas II y III, sino que se exponen en la presente ficha de manera conjunta. Además, se presume que estos elementos (o su mayoría) debiesen estar mitigados en la estructura del bono.

En primer lugar, resulta esencial la separación patrimonial efectiva entre el originador y el patrimonio separado, de modo que los activos securitizados queden aislados de los riesgos de insolvencia del originador. Para ello se valora la estructuración de un vehículo de propósito especial (*Special Purpose Vehicle, SPV*), la robustez de los contratos de cesión y de garantía, y la adecuada perfección legal de la transferencia de los activos o de las garantías al patrimonio separado, elemento clave para asegurar su ejecución oportuna ante un eventual incumplimiento.

Por su parte, la continuidad operativa depende, en buena medida, de la calidad del administrador de los activos, responsable de la cobranza de las rentas, de la gestión de la vacancia y de la recolocación de las unidades. En este sentido, se valora positivamente la existencia de un administrador con experiencia, así como la previsión de un administrador sustituto y de protocolos de reemplazo que aseguren la continuidad de la operación ante una eventual falla del administrador primario.

Asimismo, resulta necesario considerar la constitución de un fondo de reserva dentro del patrimonio separado, que otorgue una holgura de liquidez frente a los desfases temporales que puedan producirse entre la recaudación de los flujos y el pago a los bonistas. Su dimensionamiento guarda relación con la naturaleza del activo securitizado: en las estructuras de pagaré con garantía inmobiliaria (Ficha II), donde

el flujo depende de un único obligado y su eventual sustitución exige ejecutar y liquidar la garantía, el fondo debiese cubrir el pago de cupones de interés por un período más extenso —por ejemplo, de un año— consistente con la ventana de tiempo requerida para dicha liquidación. En cambio, en las operaciones respaldadas por contratos de arriendo (Ficha III), donde la recaudación es mensual y se encuentra atomizada entre múltiples arrendatarios, un período menor —de al menos un trimestre— resulta suficiente para absorber los desfases propios de la vacancia y de la rotación de arrendatarios.

Complementariamente, la estructura de prelación de pagos define el orden de prioridad con que los flujos disponibles se distribuyen entre las distintas series de bonos emitidos —típicamente series senior y subordinadas—, lo que determina el nivel de protección relativa de cada una y, en consecuencia, puede resultar en clasificaciones de riesgo diferenciadas entre ellas. Junto con la prelación, los resguardos financieros (*covenants*) y los gatillos (*triggers*) —tales como mecanismos de amortización anticipada o de retención de flujos ante el deterioro de indicadores predefinidos— constituyen mitigantes estructurales relevantes, en la medida en que permiten redirigir oportunamente los recursos hacia el pago de los bonos cuando la operación se aparta de su comportamiento proyectado.

Por otro lado, en el plano financiero, el calce entre la denominación de los activos y la de los bonos —habitualmente en UF—, así como entre sus respectivas tasas y plazos, resulta relevante para evitar descalces que erosionen los flujos disponibles para el pago. La reajustabilidad de las rentas mitiga el riesgo inflacionario sobre los flujos, en tanto que los eventuales descalces de tasa, plazo o moneda deben encontrarse adecuadamente cubiertos. Además, se debe considerar el riesgo de prepago de los activos para aquellas estructuras con pagarés (Ficha II).

Adicionalmente, se valora positivamente la contratación de pólizas de seguro que resguarden los inmuebles frente a eventos adversos —como terremotos, incendios u otros siniestros relevantes— mitigando el riesgo de deterioro o pérdida del activo subyacente, así como su lucro cesante. En la misma línea, para que estas estructuras funcionen adecuadamente, los riesgos operativos, legales y tributarios deben encontrarse correctamente mitigados; entre ellos destacan la adecuada ejecución de las garantías, la solidez de los contratos que sustentan la operación y la certeza respecto del tratamiento legal y tributario aplicable al patrimonio separado y a los flujos cedidos.

En conjunto, estos elementos transversales determinan la robustez de la estructura y, en la medida en que sean adecuadamente mitigados, la clasificación de riesgo de este tipo de bonos recae en las variables expuestas en cada caso, esto es, en aquellas desarrolladas en las Fichas II y III de este tomo.

REFERENCIA COMPARATIVA ENTRE AMBAS ESTRUCTURAS

A modo de referencia comparativa, y circunscribiéndose a los extremos más representativos de cada caso, cabe señalar que una estructura de la Ficha II con garantía inmobiliaria tenderá a requerir un nivel de sobrecolateralización mayor que una estructura de la Ficha III con cartera de arrendatarios diversificada. Ello se debe a que, cuando el pago del bono depende en última instancia de la liquidación de un inmueble, el valor de recupero queda sujeto a la valorización del activo en el momento de la ejecución, la que puede presentar una volatilidad significativa según las condiciones del mercado. Esta

incertidumbre de recupero contrasta —en general— con la mayor predictibilidad que exhiben los flujos agregados de una cartera atomizada de contratos de renta inmobiliaria, donde la diversificación amortigua el impacto de los incumplimientos individuales.

Esta comparación aplica únicamente a dichos extremos: en los escenarios intermedios de ambos casos —donde la clasificación queda anclada en la solvencia del originador o del único arrendatario— el nivel de sobrecolateral pierde relevancia comparativa y el análisis se desplaza hacia la calidad crediticia de dichas contrapartes.

SÍNTESIS

En síntesis, la clasificación de riesgo de los bonos securitizados de rentas inmobiliarias no responde a un único esquema de análisis, sino que varía sustancialmente según la estructura subyacente. Cuando el activo securitizado es un pagaré emitido por una empresa inmobiliaria (Ficha II), el riesgo queda determinado por la solvencia del originador y, cuando existe garantía inmobiliaria, por la probabilidad conjunta de incumplimiento del emisor y de insuficiencia en la ejecución y liquidación de dicha garantía, siendo el nivel de sobrecolateralización un factor determinante en la holgura de la estructura. Cuando el activo corresponde a contratos de arriendo cedidos al patrimonio separado (Ficha III), el análisis se desplaza hacia la calidad y composición de la cartera, distinguiendo entre escenarios de concentración —donde la clasificación queda anclada en la solvencia conjunta de los principales arrendatarios— y escenarios diversificados, donde prima el comportamiento estadístico agregado de los flujos.

Todo lo anterior se cumple en la medida en que los riesgos operativos, legales y estructurales descritos en la presente ficha se encuentren adecuadamente mitigados. Por ello, los elementos transversales aquí expuestos constituyen la base sobre la cual se apoyan los análisis específicos contenidos en las Fichas II y III de este tomo.

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 un método de evaluación basado en el método 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).