



HUMPHREYS

CLASIFICADORA DE RIESGO
Desde 1988

Securitización de rentas inmobiliarias

Ficha III — Cesión de contratos de arriendo

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 —tercera de las tres que componen este tomo¹— aborda la modalidad en que existe una cesión directa de los contratos de arriendo al patrimonio separado o, alternativamente, un pagaré emitido por una inmobiliaria que mantiene dichos contratos en garantía. La modalidad en que el activo securitizado corresponde a un pagaré respaldado por bienes inmuebles se desarrolla en la Ficha II.

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.

LA PRIMERA DISTINCIÓN: GRADO DE ATOMIZACIÓN DE LOS ARRENDATARIOS

En este caso, en el que existe una cesión directa de los contratos de arriendo al patrimonio separado (o bien estos se dejan en garantía), la primera distinción que se requiere realizar consiste en determinar cuán atomizados se encuentran los deudores de dichos contratos. De esta distinción depende si la clasificación queda anclada en la solvencia de una o de pocas contrapartes, o bien si el análisis se desplaza hacia el comportamiento estadístico del conjunto de la cartera.

ARRENDATARIO ÚNICO

En el caso más simple, si estos contratos estuviesen concentrados únicamente en un arrendatario, la solvencia quedaría anclada en ese deudor. En este escenario, el nivel de sobrecolateralización pierde relevancia como mitigante y el análisis se desplaza íntegramente hacia la calidad crediticia de dicha contraparte, de manera análoga a lo señalado en la Ficha II para el pagaré sin garantía.

CONCENTRACIÓN RELEVANTE EN UN NÚMERO ACOTADO DE ARRENDATARIOS

En el caso donde exista una concentración relevante, es de vital importancia entender quiénes son dichos deudores principales, pues en este caso la clasificación del bono securitizado quedaría supeditada a la solvencia conjunta de los principales deudores y de la probabilidad conjunta que estos

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

tengan de responder en tiempo y forma (solventía conjunta), de manera tal que los flujos provenientes de estos contratos sean suficientes para poder pagar por completo los compromisos adoptados por el patrimonio separado.

CARTERA DIVERSIFICADA

Por el contrario, cuando los contratos cedidos al patrimonio separado se encuentran suficientemente diversificados —en términos de número de arrendatarios, distribución del saldo insoluto, dispersión geográfica y sectorial, tipo de activo (residencial, oficinas, *retail*, industrial, bodegaje, entre otros) y calidad crediticia de los arrendatarios— el análisis deja de anclarse en la solventía individual de uno o de pocos deudores y pasa a centrarse en el comportamiento estadístico del conjunto de la cartera. En este escenario, las variables relevantes comprenden, entre otras, el nivel de vacancia actual e histórico y su velocidad de recolocación, la morosidad histórica de la cartera, el plazo remanente promedio ponderado de los contratos y su calendario de renovaciones, la tasa de rotación de arrendatarios, la reajustabilidad de las rentas en UF, el precio del metro cuadrado y su evolución, las garantías asociadas a cada contrato y la relación de cobertura entre flujos esperados y servicio de la deuda.

EL ROL DE LA SOBRECOTATERALIZACIÓN

En ambos subescenarios donde la clasificación no queda completamente anclada en un único deudor —esto es, la cartera con una cantidad acotada de deudores relevantes y la cartera diversificada— el nivel de sobrecotateralización incide directamente en la clasificación de riesgo del bono, al determinar la holgura disponible para absorber pérdidas sin comprometer el pago a los bonistas.

En el subescenario de concentración acotada, el incumplimiento de uno o más deudores de peso relevante puede comprometer de manera significativa los flujos del patrimonio separado. En consecuencia, para que la clasificación del bono pueda situarse por sobre la solventía conjunta de dichos deudores, se requeriría un nivel de sobrecotateral considerablemente mayor, que compense la exposición directa a ese riesgo de concentración (que permita la pérdida de uno o más deudores y pueda seguir pagando sus obligaciones).

En el subescenario diversificado, la clasificación se determina sobre la base de las características de la cartera y su comportamiento histórico, por lo que las exigencias de sobrecotateral tienden a ser inferiores. La mayor predictibilidad de los flujos agregados —producto de la atomización de los arrendatarios y la baja correlación entre sus incumplimientos— reduce la volatilidad de las pérdidas y, con ello, el colchón necesario para proteger el pago del bono.

REFERENCIA COMPARATIVA CON LA ESTRUCTURA DE PAGARÉ

Circunscribiéndose a los extremos más representativos de cada modalidad, una estructura con cartera de arrendatarios diversificada tenderá a requerir un nivel de sobrecotateralización inferior al de una estructura de pagaré con garantía inmobiliaria (Ficha II), por cuanto en esta última el valor de recupero queda sujeto a la valorización del inmueble en el momento de la ejecución, la que puede presentar una

volatilidad significativa según las condiciones del mercado. La comparación entre ambas modalidades se desarrolla con mayor detalle en la Ficha I de este tomo.

SÍNTESIS

En síntesis, en esta modalidad el análisis se desplaza hacia la calidad y composición de la cartera de contratos de arriendo. Con un arrendatario único, la clasificación queda anclada en su solvencia individual; con una concentración acotada, en la solvencia conjunta de los principales arrendatarios; y en una cartera diversificada, en el comportamiento estadístico agregado de los flujos. En ambos subescenarios en que existe más de un deudor relevante, el nivel de sobrecolateralización incide directamente en la capacidad de la estructura para absorber pérdidas y, por tanto, en la clasificación alcanzable.

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 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).