



Metodología de Clasificación de Titulización de Flujos Futuros

La presente metodología tiene por finalidad establecer los lineamientos para la evaluación integral del riesgo crediticio asociado a procesos de titulización de flujos futuros. Esta evaluación busca determinar la capacidad y voluntad de la entidad originadora para generar, mantener y transferir flujos futuros de efectivo de manera predecible, así como la capacidad y voluntad del patrimonio autónomo —generalmente constituido como un fideicomiso— para cumplir oportunamente con sus obligaciones de pago frente a los inversionistas tenedores de los instrumentos emitidos.

En tal sentido, el análisis se enfoca en dos niveles complementarios e interdependientes:

1. **Evaluación del Originador:** Comprende el análisis de la solidez operativa, financiera, estratégica y jurídica de la entidad generadora de los flujos, incluyendo su historial de generación de ingresos, su capacidad de mantenimiento de relaciones comerciales sostenibles, su estabilidad regulatoria y contractual, y su comportamiento histórico de pagos y cesión de derechos.
2. **Evaluación del Fideicomiso Titulizador:** Se analiza la estructura jurídica y operativa del fideicomiso creado para la titulización, su aislamiento patrimonial, las condiciones contractuales del acuerdo fiduciario, la existencia y suficiencia de mecanismos de mejora crediticia (como cuentas de reserva, sobrecolateralización, garantías u otros), así como su modelo de pagos (*waterfall*), su régimen de prelación y las condiciones de gatillo o eventos de terminación anticipada.

El proceso de clasificación también considera los riesgos inherentes al flujo cedido (como concentración, estacionalidad, volatilidad, correlación con ciclos económicos y riesgos de cancelación o sustitución), así como factores externos que pudieran afectar el desempeño del activo subyacente, tales como marcos regulatorios, aspectos fiscales, riesgos macroeconómicos y operativos.

El resultado de este proceso es una calificación de riesgo que refleja la probabilidad de cumplimiento puntual del pago de intereses y principal a lo largo de la vida del instrumento de deuda emitido, bajo condiciones normales y de estrés moderado.

a. Estructura de la Clasificación de Flujos Futuros

1. Análisis de Riesgo asociado a los Flujos Futuros

En las titulizaciones respaldadas por flujos futuros, el riesgo crediticio se centra en la capacidad efectiva y sostenible de generación de ingresos por parte del originador —quien detenta los activos subyacentes— y en la fortaleza de la estructura fiduciaria constituida para canalizar dichos recursos hacia los inversionistas.

Desde un enfoque estructural, se identifican dos dimensiones críticas de riesgo:

Riesgo de los Flujos Subyacentes: Se refiere a la suficiencia, estabilidad y previsibilidad de los flujos futuros cedidos al fideicomiso. Esto requiere analizar:

- **Fuente y naturaleza de los flujos:** Identificar si provienen de contratos futuros, ventas proyectadas, ingresos por servicios, cánones u otros.
- **Historial y comportamiento esperado:** Volumen, estacionalidad, madurez del negocio y grado de correlación con el ciclo económico.
- **Riesgo de cancelación, sustitución o reducción:** Existencia de cláusulas contractuales que puedan interrumpir o alterar los flujos.
- **Diversificación y concentración:** Dependencia de pocos clientes, productos o jurisdicciones que afecten la resiliencia de los ingresos.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Riesgo del Originador: Representa el riesgo de que la empresa generadora de los flujos no pueda mantener la operación que los sustenta. Este riesgo puede materializarse incluso si los contratos son firmes, en escenarios donde:

- Se presentan problemas de solvencia o liquidez que afectan la continuidad operativa.
- Existen conflictos de agencia que afecten la voluntad de cesión de los flujos.
- Se identifican debilidades en la gobernanza, el cumplimiento normativo o la capacidad técnica para mantener la operación.

La sustentabilidad del modelo de negocio del originador es, por tanto, un componente esencial del análisis. En caso de insolvencia o discontinuidad operativa, los activos reales pueden perder su capacidad de generar flujos, incluso si legalmente se mantiene la cesión.

Este escenario introduce una dependencia crítica del buen desempeño y continuidad del originador, especialmente cuando no existen mecanismos robustos de sustitución o reemplazo operativo.

Por ello, la metodología incorpora un análisis prospectivo del negocio y pruebas de sensibilidad (estrés) sobre los supuestos de generación de flujo, así como la evaluación de mitigantes como reservas, seguros, contratos back-up, y condiciones de activación de reforzamientos crediticios.

2. Análisis de Riesgos Corporativos

El análisis de riesgos corporativos permite identificar y evaluar los factores estructurales que podrían comprometer la continuidad, estabilidad y capacidad operativa del originador para generar los flujos futuros que respaldan la emisión. Este análisis complementa la evaluación del flujo cedido, al identificar riesgos que no se reflejan directamente en la calidad de los contratos de cesión, pero que sí inciden en la sustentabilidad de la operación subyacente.

a. Riesgo Macroeconómico, Riesgo de Industria y Posicionamiento de Mercado

Esta dimensión considera tres niveles de análisis interrelacionados:

- **Entorno macroeconómico:** Se analiza la sensibilidad del negocio a variables como crecimiento del PIB, inflación, tipo de cambio, tasas de interés, riesgo país y políticas fiscales o regulatorias. Se evalúan escenarios de estrés macroeconómico sobre los flujos esperados.
- **Riesgo sectorial:** Se evalúan las perspectivas de la industria donde opera el originador, incluyendo su madurez, grado de competencia, exposición a ciclos económicos y riesgos disruptivos (tecnológicos, regulatorios, ambientales, etc.).
- **Posicionamiento competitivo:** Se analiza la cuota de mercado actual y esperada del originador, la calidad percibida de sus productos o servicios, la fidelización de clientes, la diversificación de su portafolio y su capacidad de adaptación frente a cambios en la demanda o regulación.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

b. Relación entre Corporativo y Subsidiaria

Cuando los flujos cedidos provienen de una subsidiaria, es fundamental evaluar el nivel de autonomía operativa y financiera respecto del grupo corporativo, así como los posibles conflictos de agencia que puedan surgir. Se deben considerar:

- La claridad y legalidad del contrato de cesión entre subsidiaria y fideicomiso.
- La estrategia de uso de fondos por parte del grupo o subsidiaria, en términos de fortalecimiento de capital, reducción de pasivos u otros fines corporativos.
- El historial de gobierno corporativo, incluyendo prácticas de administración, transparencia, controles internos y cumplimiento normativo.

c. Reputación de la Administración y Riesgos de Gobernanza

Este subapartado analiza la calidad y confiabilidad del equipo gerencial, así como la estructura organizacional del originador. Se evalúa:

- La voluntad de cumplir con los compromisos contractuales asumidos en la titulización.
- La trayectoria y reputación de los administradores.
- La solidez del sistema de gobernanza y control interno.
- En caso de subsidiarias, se considera la voluntad y capacidad del corporativo para sostener la operación de la filial como parte de su estrategia.

d. Proyección de Flujos Futuros y Tratamiento Contable

Este componente es central en la evaluación de la estructura. Se revisan:

- Las proyecciones financieras detalladas de los flujos cedidos, bajo supuestos razonables y consistentes con el historial de generación.
- El impacto de la cesión en la posición financiera del originador (análisis post-titulización).
- El tratamiento contable de la operación y su impacto sobre indicadores clave (apalancamiento, rentabilidad, liquidez).
- La transparencia y trazabilidad de los registros contables de los flujos cedidos.

Se recomienda la incorporación de pruebas de estrés sobre las proyecciones, considerando escenarios de reducción de ventas, aumento en costos o pérdida de clientes clave.

e. Relación entre la Clasificación de la Empresa y de la Estructura

Como principio general, se espera que la calificación del instrumento emitido por la estructura fiduciaria sea igual o superior a la del originador, siempre que:

- Existan mecanismos efectivos de aislamiento patrimonial.
- Se hayan implementado mejoras crediticias adecuadas (sobrecolateralización, reservas, garantías).
- El flujo cedido sea robusto y el marco legal ofrezca protección frente a insolvencia del originador.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Este análisis comparativo busca establecer si el riesgo estructural puede mitigarse de forma significativa respecto al riesgo corporativo base, justificando una mejora de la calificación.

3. Riesgo Financiero de Flujos y Estructuración

a. Proceso General de evaluación Cuantitativa

La evaluación del riesgo financiero asociado a la titulización de flujos futuros se basa en la capacidad efectiva del fideicomiso para cumplir, en tiempo y forma, con las obligaciones contractuales de pago hacia los inversionistas. Esta evaluación se realiza mediante un análisis cuantitativo exhaustivo de escenarios de proyección de flujos, considerando tanto los ingresos proyectados como los instrumentos de mejora crediticia incorporados en la estructura.

1. Estimación de Flujos Disponibles

Se construyen modelos financieros detallados que simulan el comportamiento de los flujos netos disponibles para el servicio de deuda (DSCR) a lo largo de toda la vida del fideicomiso. Estos flujos provienen principalmente de:

- Ingresos futuros generados por el originador, cedidos de forma irrevocable al patrimonio autónomo.
- Fondos provenientes de mecanismos de mejora crediticia, tales como:
 - Sobrecolateralización (exceso de flujos sobre requerimientos de pago).
 - Cuentas de reserva (cash reserves o reserve funds).
 - Garantías externas (aval, seguros de flujo, letters of credit).
 - Subordinación de pagos (tranching de emisiones).
 - Contribuciones del originador bajo ciertos eventos gatillo.

2. Construcción de Escenarios de Simulación

Se desarrollan escenarios de sensibilidad y estrés, que permiten evaluar la robustez de la estructura bajo condiciones adversas. Los escenarios pueden incluir:

- Reducción de ingresos esperados por deterioro en ventas, clientes o condiciones de mercado.
- Incremento de costos operativos o administrativos.
- Retrasos en la cesión o transferencia efectiva de los flujos al fideicomiso.
- Deterioro de la calidad de los activos generadores (por ejemplo, contratos cancelables, alta concentración de clientes).
- Riesgos regulatorios, tributarios o legales que afecten la libre disponibilidad de los flujos.

Cada escenario mide el impacto sobre el cumplimiento del servicio de deuda y se estiman indicadores como:

- DSCR (Debt Service Coverage Ratio) por periodo y promedio ponderado.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

- Break-even analysis: nivel mínimo de flujos requerido para cubrir pagos.
- Tasa interna de incumplimiento (*Probability of Default estructural*) en función de los escenarios.
- Período de agotamiento de reservas ante interrupción de flujos.

3. Alineamiento con el Calendario de Pagos

El modelo también evalúa la capacidad de cumplimiento respecto al calendario contractual de pagos (waterfall), identificando posibles descalces de liquidez, acumulaciones y prioridades de pago, especialmente en estructuras con múltiples tramos o con cláusulas de aceleración.

4. Evaluación de la Calidad de la Información

Se valorará la calidad, consistencia y trazabilidad de la información proporcionada para construir las proyecciones, incluyendo:

- Estados financieros auditados del originador.
- Detalles históricos de generación de flujo.
- Contratos, políticas de cobranza y condiciones operativas.
- Modelos financieros presentados por el estructurador.

b. Origen y Evaluación de los Mecanismos de Mejora Crediticia

La mejora crediticia es un componente central en la estructuración de emisiones respaldadas por flujos futuros, ya que permite aislar parcialmente el riesgo corporativo del originador y fortalecer la calidad crediticia del instrumento emitido. Su objetivo es incrementar la certeza de pago al inversionista, especialmente bajo escenarios adversos, y puede justificar una mejor calificación que la correspondiente al originador.

La evaluación de estos mecanismos se realiza en términos de su calidad, suficiencia, disponibilidad inmediata, y capacidad para mitigar riesgos específicos, reflejándose en la calificación mediante la asignación de “notches” de mejora sobre la calificación base.

1. Criterios de Evaluación de Mejora Crediticia

Para que un mecanismo de mejora sea considerado efectivo, debe cumplir con al menos los siguientes criterios:

- Legalidad y capacidad de ejecución: Debe estar jurídicamente constituido, con documentos firmes y sin ambigüedades legales.
- Accesibilidad operativa: Los recursos deben estar disponibles de forma oportuna y sin restricciones en caso de activación.
- Alineamiento con el riesgo mitigado: Cada instrumento debe estar diseñado para mitigar un riesgo específico y no duplicar coberturas ineficientemente.
- Capacidad cuantitativa de cobertura: Se evalúa si el monto cubre periodos críticos (por ejemplo, número de cuotas de deuda) bajo escenarios de estrés.
- Duración y agotamiento: Se analiza si su vigencia cubre la vida del instrumento o solo ciertos periodos.

2. Principales Mecanismos de Mejora Crediticia Utilizados

A continuación, se detallan algunos de los instrumentos más comunes:

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

- **Reserva de Pago:** Fondo acumulado equivalente a uno o más periodos de servicio de deuda, destinado exclusivamente al pago de intereses y/o principal. Su presencia reduce significativamente el riesgo de liquidez en momentos críticos.
- **Reserva de Capital Garantizado:** Aporta estabilidad al componente de amortización de capital, permitiendo asegurar el repago de principal en vencimientos específicos. Puede estar fondeada con aportes iniciales o alimentarse progresivamente.
- **Contratos de Prenda y Fideicomiso de Garantía:** Involucran la afectación de activos como colateral (vehículos, bienes inmuebles, cuentas por cobrar), ofreciendo respaldo adicional en caso de incumplimiento. Se valora su liquidez, grado de cobertura y facilidad de ejecución judicial.
- **Reserva de Gasto de Capital (CAPEX):** Utilizada en estructuras donde la operación generadora de flujos requiere reinversión periódica (mantenimiento, renovación de equipos, etc.). Garantiza la sostenibilidad operativa durante la vida del instrumento.
- **Garante (Third-Party Guarantee):** Puede ser una entidad relacionada (originador, holding) o un tercero independiente (institución financiera). Se evalúa su capacidad crediticia, compromiso contractual y probabilidad de ejecución.
- **Amortizaciones estructuradas:** Diseños que permiten acumulación anticipada de capital o amortización creciente para reducir riesgo residual en vencimiento, acortando el plazo efectivo del instrumento.

Matriz de Evaluación de Mejora Crediticia

Mecanismo de Mejora Crediticia	Cobertura esperada	Evaluación Jurídica	Disponibilidad operativa	Duración / Exhaustividad	Valoración global	Impacto estimado en rating
Reserva de pago	≥ 1 periodo de deuda	Firme, irrevocable	Acceso inmediato, sin restricciones	Cobertura plena del horizonte crítico	Alta	+1 notch
Reserva de capital garantizado	≥ 50% del principal	Legalmente estructurada	Usos claramente definidos	Hasta el vencimiento	Alta	+1 notch
Fideicomiso de garantía / prenda	≥ 1.3x valor de deuda	Ejecutable, sin litigios probables	Activos líquidos, valor estable	Sostenida o con mecanismo de reposición	Media/Alta	+1 notch
Reserva CAPEX / mantenimiento	≥ monto de reposición crítica	Bien documentada	Aportación periódica definida	Cobertura de puntos de riesgo operativo	Media	+0.5 notch
Garantía de tercero solvente	≥ 100% de servicio total de deuda	Contrato ejecutable	Compromiso claro y automático	Vigente durante toda la vida del instrumento	Alta	+1 a +2 notches (según rating del garante)
Amortización anticipada / estructurada	Reduce plazo efectivo en >25%	Incluida en contrato de emisión	Cumplimiento medible en cronograma	Hasta reducir riesgo residual	Media	+0.5 notch

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Notas metodológicas:

- Valoración global: resultado cualitativo de los cuatro factores evaluados.
- Impacto en calificación ("notches"): puede considerarse acumulativo, pero con tope definido según criterio del comité (ej. máximo +3 notches sobre el riesgo base del originador).
- Se recomienda aplicar una ponderación específica por mecanismo, si existen múltiples presentes en la estructura.
- El análisis debe sustentarse con evidencia legal (contratos, pólizas, fideicomisos) y flujos proyectados.

c. Costos y Beneficios de la Mejora Crediticia

Los mecanismos de mejora crediticia tienen como objetivo principal reducir el riesgo percibido por los inversionistas, permitiendo así alcanzar una mejor calificación crediticia del instrumento emitido y, en consecuencia, acceder a financiamiento en condiciones más favorables. Sin embargo, su implementación implica costos directos e indirectos que deben ser evaluados cuidadosamente por el originador y el estructurador.

1. Beneficios Esperados

Una mejora efectiva en la calidad crediticia de la emisión puede traducirse en:

- Reducción del spread de colocación: Mejores calificaciones permiten tasas de interés más bajas, lo que reduce el costo financiero del emisor.
- Mayor profundidad y demanda en el mercado: Se amplía la base de inversionistas potenciales, incluyendo institucionales con restricciones por rating mínimo.
- Mayor flexibilidad estructural: Se facilita la colocación de emisiones de mayor plazo o con estructuras más complejas.
- Reputación y posicionamiento del originador: Una estructura bien calificada puede fortalecer la imagen del originador frente al mercado y acreedores.

2. Costos Asociados a la Mejora Crediticia

A pesar de sus ventajas, la mejora crediticia no es gratuita. Entre los costos más comunes se encuentran:

- Costos financieros directos:
 - Aportes a fondos de reserva o cuentas bloqueadas.
 - Primas por garantías externas o seguros de flujo.
 - Subordinación de ingresos (renuncia a flujos hasta que los inversionistas sean pagados).
- Costos de oportunidad:
 - Inmovilización de recursos líquidos o activos estratégicos.
 - Menor disponibilidad de capital para inversiones productivas en el corto plazo.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

- Costos legales y estructurales:
 - Asesoría legal, estructuración fiduciaria, administración de colaterales.
 - Costos regulatorios y de cumplimiento (ej. contratos complejos, reportes periódicos).

3. Evaluación Costo–Beneficio

Desde una perspectiva metodológica, se recomienda que el originador realice un análisis financiero ex ante, donde compare: el costo total de implementar los mecanismos de mejora crediticia (incluyendo su mantenimiento en el tiempo), versus el beneficio financiero derivado de la tasa de colocación neta ajustada por rating.

Este análisis permite determinar el punto de equilibrio, así como optimizar la estructura crediticia que logre la mejor relación entre costo financiero y nivel de riesgo residual asumido por el inversionista.

d. Probabilidad de Ocurrencia de los Escenarios de Estrés

El diseño y aplicación de escenarios de estrés constituye una herramienta esencial en la evaluación del riesgo crediticio de estructuras respaldadas por flujos futuros. No se trata únicamente de identificar condiciones adversas extremas, sino de estimar su probabilidad de ocurrencia y vincularla con la consistencia de la calificación otorgada.

1. Diseño de Escenarios de Estrés

Cada estructura es sometida a una serie de escenarios que simulan condiciones financieras y operativas adversas, tales como:

- Disminución de ingresos proyectados (por *shocks* de demanda, pérdida de contratos, cambios regulatorios).
- Aumento de morosidad o retrasos en la cesión de flujos.
- Incapacidad del originador para operar o sostener el negocio generador de flujos.
- Activación de eventos gatillo (*early amortization*, incumplimientos cruzados).

Los escenarios se calibran considerando los riesgos específicos del sector, tipo de activo cedido y características del originador.

2. Evaluación de Probabilidad de Ocurrencia

Cada escenario se asigna a una probabilidad de ocurrencia implícita, coherente con los niveles de incumplimiento históricos asociados a las escalas de calificación.

Escala de Calificación	Rango aproximado de Probabilidad de Default (PD) a 1 año	Escenario asociado
AAA	< 0.03%	Severamente adverso
AA	0.03% – 0.07%	Adverso prolongado
A	0.07% – 0.15%	Adverso moderado
BBB	0.15% – 0.40%	Estancamiento cíclico



BB	0.40% – 1.20%	Desaceleración o estrés operativo severo
B	1.20% – 5.00%	Alta volatilidad, riesgo de iliquidez
CCC o menor	> 5.00%	Incumplimiento muy probable

3. Relación entre Escenario y Rating Asignado

La clasificación resultante para una estructura debe reflejar la resiliencia del flujo cedido y los mecanismos de mejora crediticia frente al escenario cuyo nivel de severidad sea compatible con la probabilidad de default correspondiente al rating asignado. Por ejemplo:

- Una estructura calificada como A debe demostrar capacidad para cumplir sus obligaciones incluso bajo un escenario adverso moderado.
- Una calificación BBB puede tolerar ciertas tensiones significativas, pero no una crisis severa sin deterioro.

Este enfoque garantiza que las calificaciones no se basen únicamente en condiciones base optimistas, sino en un marco de análisis de resiliencia estructural.

e. Tratamiento Contable de la Titulización de Flujos Futuros

El reconocimiento contable de una operación de titulización de flujos futuros debe reflejar fielmente los derechos y obligaciones económicos que surgen para la empresa originadora, considerando los principios de devengo, sustancia económica y prudencia. La operación genera efectos tanto en el balance, como en el estado de resultados y el flujo de efectivo.

1. Reconocimiento de la obligación asociada a la operación

Aunque la colocación del bono es realizada por el fideicomiso y jurídicamente no representa una deuda directa de la empresa originadora, desde un enfoque de sustancia económica se reconoce como una obligación contingente o pasivo estructurado, en la medida que:

- La empresa asume compromisos contractuales que pueden afectar su flujo operativo.
- La cesión de los flujos no cumple totalmente con criterios de baja en cuentas (derecho a recuperar, control sustancial).

Monto registrado: suma de las obligaciones por amortización de principal, intereses futuros y costos de estructuración y administración del fideicomiso.

2. Registro en el activo

En el activo del originador se reconocen tres partidas:

- a) Efectivo recibido: correspondiente al valor neto recibido del fideicomiso tras deducir los fondos retenidos para mejoras crediticias.
- b) Activo de largo plazo por mejora crediticia: si los recursos destinados a garantías o reservas son aportados por la empresa y mantienen expectativa razonable de recuperación.
- c) Cargo diferido: por intereses financieros futuros y costos administrativos asociados a la operación, que se amortizarán a lo largo del tiempo conforme al devengo.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

3. Impacto en el estado de resultados

- Gasto financiero: el pago de intereses efectuado por el fideicomiso en favor de los inversionistas se reconoce como gasto financiero en la contabilidad del originador, en la medida que se refleje sustancia de pasivo económico.
- Otros gastos: los costos de administración del fideicomiso, comisiones y demás egresos asociados a la estructura se registran en la cuenta de “otros ingresos (gastos)”.

Simultáneamente, se reconoce un cargo contra el activo diferido (amortización del cargo diferido) y se reduce el valor contable de la obligación registrada.

4. Tratamiento de las amortizaciones

Las amortizaciones del bono emitido se contabilizan como:

- Reducción del pasivo estructurado (o cuenta de obligaciones asociadas al bono).
- Salida de efectivo, reflejada directamente en el estado de situación financiera y en el estado de flujo de efectivo (categoría de actividades de financiamiento).

5. Tratamiento de inversiones no ejecutadas

En caso de que la empresa no utilice la totalidad de los recursos en inversiones comprometidas (CAPEX u otros fines definidos), el monto no ejecutado se mantiene como activo de largo plazo, y puede ser reprogramado o destinado a fortalecer mecanismos de mejora crediticia.

6. Registro del remanente operativo

Todo excedente neto recibido por la empresa, una vez deducidos los pagos de intereses, costos de administración y necesidades de inversión, constituye parte del EBITDA residual, con efecto directo en el resultado operativo y en el flujo de caja libre del periodo. Las amortizaciones no afectan EBITDA, pero se reflejan como reducción de pasivos en el estado de flujo de efectivo.

b. Información Legal Mínima Requerida

La evaluación del riesgo legal en una operación de titulización de flujos futuros es crítica, ya que garantiza que la estructura cuente con los elementos jurídicos necesarios para proteger los derechos de los inversionistas y asegurar el cumplimiento de los pagos pactados. Para ello, se requiere la entrega y análisis de un conjunto mínimo de documentos legales y contractuales.

1. Documentación Legal Básica de la Estructura

Los siguientes documentos son obligatorios para la evaluación legal de la estructura:

- Contrato de fideicomiso de titulización: Debe definir con claridad:
 - La cesión irrevocable de flujos futuros.
 - El aislamiento patrimonial del fideicomiso frente a riesgos del originador.
 - La prelación de pagos (waterfall) y derechos de los inversionistas.
 - Las condiciones de activación de mecanismos de mejora crediticia y eventos de incumplimiento.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

- Prospecto de colocación o términos finales del instrumento: Donde se detalle:
 - Estructura financiera del bono o valores emitidos.
 - Calendario de pagos, tasas y tramos.
 - Restricciones legales, garantías y covenant contractuales.
- Opinión legal emitida por un despacho externo especializado, que deberá:
 - Validar la legalidad y capacidad de ejecución del contrato de fideicomiso.
 - Confirmar la validez de la cesión de derechos de cobro.
 - Verificar el cumplimiento normativo (mercado de valores, bancario, civil y tributario).
 - Evaluar la existencia de riesgos de consolidación contable o de reversión patrimonial en procesos concursales.

2. Revisión de la Relación Jurídica del Originador

Se analizará la situación legal del originador y su grupo económico, considerando:

- Estructura societaria del grupo controlador (*holding*):
 - Existencia de vínculos jurídicos entre empresas vinculadas.
 - Posibles riesgos de arrastre patrimonial o litigios cruzados.
- Documentos societarios del originador:
 - Estatutos, poderes vigentes, registros públicos y cumplimiento normativo.
- Contratos con entidades operativas del fideicomiso:
 - Subcontratistas para funciones como cobranza, custodia, administración de activos, etc.
 - Evaluación de la capacidad jurídica y contractual de estas partes.

3. Evaluación del Riesgo Legal Estructural

Los hallazgos legales deben permitir responder preguntas clave como:

¿Es irrevocable y ejecutable la cesión de flujos futuros?

¿Existen cláusulas que comprometan la autonomía del fideicomiso?

¿Pueden los acreedores del originador afectar los activos del fideicomiso?

¿Existen vacíos contractuales o elementos litigiosos que puedan afectar la clasificación?

Una estructura legal robusta, claramente documentada y validada por un tercero legalmente independiente constituye un requisito indispensable para la asignación de una calificación superior al originador.

c. Fortaleza de la Estructura de la Emisión

La evaluación de la fortaleza estructural de una emisión respaldada por flujos futuros constituye un elemento diferenciador frente al análisis estándar de bonos corporativos. Esta dimensión busca determinar en qué medida la estructura jurídica, operativa y financiera del mecanismo de titulización refuerza o mitiga el riesgo base del originador.

1. Elementos clave del análisis estructural

El análisis incorpora los siguientes componentes:

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

- Calidad de los contratos financieros y operativos:
 - Se examinan los términos contractuales del fideicomiso y de los instrumentos de mejora crediticia, incluyendo cláusulas de cesión, prelación de pagos, covenants financieros, eventos de default, aceleración y amortización anticipada.
 - Se evalúa la existencia de mecanismos automáticos de protección al inversionista en caso de deterioro del flujo o incumplimiento del originador.
- Liquidez futura del activo subyacente:
 - Se proyecta la capacidad del activo subyacente (ventas, contratos, cánones, etc.) para seguir generando flujos suficientes y estables en el tiempo.
 - Este análisis incluye sensibilidad a variables externas (precio, volumen, demanda, regulación), y puede incluir modelos de flujo de caja descontado bajo distintos escenarios.
- Robustez de la estructura fiduciaria:
 - Se evalúa el aislamiento patrimonial del fideicomiso, su autonomía operativa y capacidad para operar independientemente del originador, incluso en caso de insolvencia.
 - También se analiza el régimen de administración del fideicomiso, incluyendo el rol de agentes estructuradores, fiduciarios, custodios y administradores de cartera.

2. Participación de terceros y garantías externas

Cuando la estructura incorpora garantías o coberturas provistas por terceros, se analiza su capacidad y voluntad de pago, lo cual puede incluir:

- Opiniones de riesgo independientes o ratings del garante.
- Contratos u obligaciones contingentes ejecutables a primer requerimiento.
- Alcance temporal y financiero de la garantía.

La calificación puede reflejar parcialmente el riesgo del tercero si su participación es significativa, está documentada legalmente y cubre los eventos críticos de la emisión.

3. Resultado de la evaluación estructural

El análisis integral permite determinar si la estructura:

- Refuerza significativamente la calidad crediticia del instrumento respecto al riesgo del originador.
- Aporta mecanismos de liquidez, aislamiento legal o subordinación que reducen la probabilidad o severidad de incumplimiento.
- Presenta debilidades o riesgos residuales que no son suficientemente mitigados.

Este resultado influye directamente en la calificación final, pudiendo justificar un diferencial de “*notches*” positivos o negativos sobre la calificación base de la empresa, según el grado de robustez evidenciado.

d. Escala de Clasificación

La escala de clasificación utilizada para evaluar emisiones respaldadas por flujos futuros refleja la probabilidad de cumplimiento oportuno del pago de capital e intereses bajo el esquema estructurado. Se basa en el análisis integral de la estructura, los flujos

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

proyectados, la calidad del originador, los mecanismos de mejora crediticia, el entorno legal y los escenarios de estrés aplicados.

AAA	Emisión con el grado más alto de calidad crediticia. Presentea riesgo crediticio mínimo y una capacidad excepcional para cumplir puntualmente con sus obligaciones. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes, incluso bajo condiciones extremas.
AA	Emisión con muy alta calidad crediticia, con fuerte capacidad de pago oportuno. Mantiene muy bajo riesgo crediticio, respaldada por sólidos factores de protección.
A	Emisión con buena calidad crediticia y capacidad aceptable de pago. Aunque presenta bajo riesgo crediticio, podría verse afectada por entornos económicos adversos.
BBB	Emisión con calidad crediticia moderada. Existe una razonable capacidad de pago, pero esta puede deteriorarse en presencia de condiciones macroeconómicas negativas o tensiones operativas. Último nivel dentro del grado de inversión.
BB	Emisión por debajo del grado de inversión, con seguridad insuficiente para el pago oportuno de obligaciones. Alto riesgo crediticio, sensible a variaciones económicas y con limitada capacidad de gestión mitigante.
B	Emisión con riesgo crediticio elevado. Alta vulnerabilidad frente a eventos adversos. Capacidad limitada de generar flujos consistentes para cubrir sus obligaciones.
CCC	Emisión con altísima probabilidad de incumplimiento. Los factores de protección son débiles y el default es probable incluso bajo condiciones normales.
DD	Emisión que ya ha incurrido en incumplimiento de pago de capital y/o intereses en los términos pactados contractualmente.
D	Emisión en situación de insolvencia o cese de pagos generalizados.
Diferida	Clasificación temporalmente suspendida por falta de información, eventos materiales no cuantificables o reestructuraciones en proceso que impiden evaluar el riesgo de manera razonable.
Sin información	No se cuenta con información mínima suficiente para asignar una calificación confiable.

Modificadores de Subnivel

Para las categorías **AAA** a **BBB**, se emplean los signos “+” o “-” para indicar la posición relativa dentro del rango de calificación correspondiente:

Ejemplo: “A+” denota una posición más sólida dentro del nivel A, mientras que “A-” señala una posición más débil, pero aún dentro del mismo nivel.

Ajuste por Juicio Cualitativo

El rating final podrá ser ajustado considerando el balance entre los resultados del análisis cuantitativo y cualitativo:

- Si la evaluación cualitativa es superior a la cuantitativa, podrá aplicarse una mejora de hasta un nivel.
- Si la evaluación cualitativa es inferior a la cuantitativa, se podrá aplicar una disminución de hasta dos niveles o más, dependiendo del tipo y magnitud del riesgo identificado (por ejemplo, riesgo legal severo, concentración crítica, debilidad operativa extrema, etc.).

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Evolución Dinámica del Riesgo y Monitoreo

Seguimiento y Actualización Post-Colocación

Se establece que toda emisión calificada deberá estar sujeta a un esquema de **monitoreo continuo o periódico**, en función de los siguientes elementos:

- **Recálculo periódico del DSCR y stress tests**, considerando:
 - Nuevas cifras operativas del originador.
 - Variaciones en la cesión de flujos.
 - Cambios en el entorno regulatorio o económico.
- **Verificación del mantenimiento de mecanismos de mejora crediticia.**
- **Activación de alertas o triggers estructurales**, como:
 - Disminución de flujos efectivos por debajo del 80% proyectado.
 - Incumplimiento de covenants financieros.
 - Activación de garantías externas o uso no previsto de reservas.

La frecuencia de revisión podrá ser **trimestral o semestral**, y deberá quedar documentada en un **informe de seguimiento de riesgo estructurado**.

Cierre de la Metodología

La presente metodología de clasificación de titulización de flujos futuros ha sido diseñada para capturar integralmente los riesgos y fortalezas asociados a este tipo de estructuras, permitiendo asignar calificaciones crediticias con fundamento técnico y comparabilidad internacional.

Esta guía metodológica:

- Integra criterios cuantitativos (análisis de flujos, DSCR, escenarios de estrés) y cualitativos (solidez del originador, marco legal, estructura fiduciaria).
- Reconoce el rol fundamental de los mecanismos de mejora crediticia y su efecto mitigador sobre el riesgo base.
- Alinea el proceso de clasificación con estándares globales de agencias de riesgo reconocidas, adaptados al contexto legal y financiero local.
- Define de forma clara la escala de calificación y los criterios de consistencia entre rating, resiliencia estructural y probabilidad de incumplimiento.

Este marco debe ser aplicado con juicio técnico, análisis integral de la información y participación a través del Comité de Clasificación. Las actualizaciones de esta metodología estarán sujetas a revisión periódica en función de la evolución del mercado y cambios regulatorios.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Disclaimer

Japan Credit Rating Agency Ltd. (JCR) es una Organización de Calificación Estadística Nacionalmente Reconocida (NRSRO) en los Estados Unidos. **JCR Latino América Empresa Clasificadora de Riesgo S.A. (JCR LATAM)** es una entidad legal separada de JCR y no es una NRSRO.

La metodología, escala de clasificación de **JCR LATAM** y las decisiones del comité de clasificación son desarrollados internamente para adoptarse en el mercado peruano. Cualquier daño especial, indirecto, incidental o consecuente de cualquier tipo causado por el uso de cualquier clasificación asignada por **JCR LATAM**, incluido, pero no limitado a pérdida de oportunidad o pérdidas financieras, ya sea en contrato, agravio, responsabilidad objetiva o de otro tipo, y si tales daños son previsibles o imprevisibles, no son responsabilidad de JCR bajo cualquier circunstancia.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Glosario de Términos

Amortización anticipada: Mecanismo estructural que permite prepagar parcialmente el capital del instrumento antes de su vencimiento final, reduciendo el riesgo residual.

Aporte a reserva: Monto destinado a fondos especiales dentro del fideicomiso para cubrir pagos en caso de insuficiencia de flujos o eventos de estrés.

Break-even (análisis): Cálculo del nivel mínimo de flujo requerido para cubrir el servicio de la deuda sin incurrir en incumplimiento.

Calificación crediticia estructurada: Opinión técnica sobre la probabilidad de pago puntual del principal e intereses de un instrumento respaldado por flujos futuros, considerando mitigantes estructurales.

Cargos diferidos: Costos financieros y administrativos que se diferieren contablemente a lo largo de la vida del instrumento y se amortizan gradualmente.

Cesión de flujos: Transferencia irrevocable de derechos de cobro futuros desde el originador hacia el patrimonio autónomo (fideicomiso).

Comité de Clasificación: Órgano colegiado responsable de aprobar, ratificar o modificar las calificaciones emitidas por la clasificadora, garantizando independencia técnica y trazabilidad.

Contrato de fideicomiso: Instrumento jurídico que regula la constitución del patrimonio autónomo, la cesión de flujos y la administración de los recursos titulizados.

Covenants: Cláusulas contractuales que imponen obligaciones o restricciones al originador o al fideicomiso para proteger los intereses de los inversionistas.

DSCR (Debt Service Coverage Ratio): Índice que mide la cobertura de los flujos netos disponibles respecto al servicio total de la deuda (intereses + amortización).

Default: Incumplimiento en el pago oportuno de intereses o capital, según los términos contractuales del instrumento emitido.

Escenario adverso/severo: Proyección financiera que considera condiciones económicas negativas, usadas para medir la resiliencia estructural de la emisión.

Evento gatillo (trigger): Condición contractual que, al activarse, modifica la estructura de pagos, activa garantías o acelera la amortización del bono.

Fideicomiso: Vehículo legal autónomo que recibe y administra los flujos futuros cedidos, emite los valores y ejecuta los pagos a inversionistas.

Flujos futuros: Ingresos que el originador espera generar en el tiempo, y que son cedidos al fideicomiso como respaldo de la emisión.

Garantía estructural: Mecanismo que mejora el perfil crediticio de la emisión, como reservas, avales, subordinación de pagos o fideicomisos en garantía.

Holding: Grupo económico controlador del originador o de empresas relacionadas que podrían influir en la operación estructurada.

Matriz de consistencia rating–escenario: Herramienta metodológica que vincula cada nivel de rating con el tipo de escenario de estrés que debe soportar sin incumplir.

Mejora crediticia: Cualquier mecanismo adicional que busca reducir el riesgo de crédito del instrumento estructurado frente a su emisor base.

Originador: Empresa que genera los flujos futuros y que los cede al fideicomiso como respaldo para la emisión.

Overcollateralization (sobrecolateralización): Situación en la que el monto de flujos proyectados excede los requerimientos de pago del instrumento emitido.

Prelación de pagos (waterfall): Orden de prioridad en que el fideicomiso distribuye los recursos entre los distintos beneficiarios (gastos, reservas, inversionistas).

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Probabilidad de default: Estimación estadística de la posibilidad de que un instrumento incurra en incumplimiento dentro de un período determinado.

Proyección de flujos: Estimación cuantitativa de los ingresos futuros que respaldan la emisión, ajustada por supuestos económicos y contractuales.

Rating diferencial o estructurado: Calificación del bono emitido por el fideicomiso, que puede diferir de la del originador en función de los mecanismos mitigantes incorporados.

Reserva CAPEX: Fondo destinado a asegurar inversiones de mantenimiento o reposición que garanticen la sostenibilidad operativa del originador.

Scoring estructurado: Sistema de evaluación que asigna puntajes a diferentes componentes de la estructura para facilitar comparaciones entre emisiones.

Subordinación: Ordenamiento en el cual ciertos inversionistas reciben pagos solo después de que otros tramos hayan sido completamente atendidos.

Triggers: Condiciones operativas o financieras que, al cumplirse, activan cambios estructurales o uso de garantías en la operación.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

Anexos

Anexo 1: Plantilla para Diseño de Escenarios: Base, Adverso y Severo

Esta plantilla permite construir escenarios financieros coherentes y comparables para evaluar la solidez de estructuras respaldadas por flujos futuros. Cada escenario se define por el comportamiento esperado de variables críticas, aplicable tanto al flujo como al entorno operativo y legal del originador.

Variable Clave	Escenario Base	Escenario Adverso	Escenario Severo
Flujos generados (ingresos)	Según proyección conservadora (histórico promedio - tendencia)	Reducción del 20–30% respecto al base	Reducción del 40–60%, interrupciones parciales
Tasa de morosidad o pérdida	Similar al promedio histórico	Incremento de +100% (doble del histórico)	Morosidad crítica, flujos interrumpidos por >3 meses
Tasa de cesión de flujos al fideicomiso	100% según contrato	Retrasos de 1–2 meses en transferencia	Cesión parcial, con intervención o demora crítica (>3 meses)
Costos operativos del originador	Constantes, inflación esperada	Aumento moderado de 10–15%	Aumento severo de >25%, shock externo
Tipo de cambio / inflación	Estables o dentro de bandas históricas	Volatilidad relevante, depreciación >10%	Crisis cambiaria o hiperinflación (>25%)
Acceso a mejoras crediticias	Total, sin restricciones	Parcial, con condiciones de activación	Acceso limitado o no ejecutable por litigios / fallas
Solidez operativa del originador	Normal, con continuidad plena	Dificultades operativas o contractuales moderadas	Incapacidad operativa, insolvencia o sustitución forzosa

Nota: Los umbrales deben ajustarse por tipo de flujo (venta, canon, contrato), sector (retail, minería, salud) y horizonte de la estructura.

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	-------------------------------------	---	--------------

Anexo 2: Matriz de Consistencia Rating – Escenario de Resiliencia

Esta matriz permite validar que la calificación propuesta sea consistente con el nivel de escenario que la estructura puede soportar sin incumplimiento. Es útil para los comités de clasificación y revisiones metodológicas.

Rating Propuesto	PD 1 Año (%)	Escenario que debe ser soportado sin default	Margen esperado en DSCR mínimo
AAA	< 0.03	Escenario Severo	> 1.5x
AA	0.03 – 0.07	Escenario Severo (con tensiones moderadas)	≥ 1.4x
A	0.07 – 0.15	Escenario Adverso completo	≥ 1.3x
BBB	0.15 – 0.40	Escenario Adverso parcial	≥ 1.2x
BB	0.40 – 1.20	Escenario Base + desviación puntual	≥ 1.1x
B	1.20 – 5.00	Solo Escenario Base (limitado margen de error)	≥ 1.05x
CCC o menor	> 5.00	No soporta escenario adverso, solo base frágil	< 1.0x

Nota: DSCR mínimo se refiere al peor momento proyectado. La consistencia se verifica cruzando la cobertura esperada del flujo con los efectos de cada escenario.

Anexo 3: Lista de Información Mínima Requerida

I. Información Financiera y Operativa del Originador

- Estados financieros auditados (3 años)
- Proyecciones financieras
- Contratos generadores de flujo
- Detalles de mejora crediticia

II. Información Legal y Contractual

- Contrato de fideicomiso
- Prospecto de emisión o términos finales
- Opinión legal independiente
- Contratos con agentes estructuradores / custodios / administradores

III. Información de la Estructura

- Modelo financiero (en Excel, editable)
- Cronograma de pagos y flujo de fondos (waterfall)

	Código: JCRLATAM - METTTFF - 003	Aprobado: DIRECTORIO Sesión del 07.07.2025	Versión: V04
--	---	---	---------------------

- Escenarios de estrés propuestos
- Detalle de reservas, garantías, colaterales