

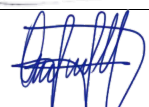


Fecha de emisión: Agosto 05, 2022	Vigencia: Agosto 05, 2022	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 1 de 23
--------------------------------------	------------------------------	-----------------------------	----------------	--------------------



## Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)

Concepto	Nombre y apellido – Cargo	Firma	Fecha de firma
Elaborado por	Mario Flores Coordinador de Metodologías		Agosto 02, 2022
Revisado por	Paul Caro Director de Análisis		Agosto 04, 2022
Aprobado	Oscar Jasauí Presidente Ejecutivo		Agosto 05, 2022

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 2/23
---	-----------------------------	----------------	-----------------

## Índice

<b>1. Objetivo .....</b>	<b>3</b>
<b>2. Alcance.....</b>	<b>3</b>
<b>3. Definiciones .....</b>	<b>4</b>
<b>4. Condiciones básicas.....</b>	<b>6</b>
<b>5. Condiciones específicas .....</b>	<b>7</b>
Elegibilidad de una titularización .....	7
Clase de titularización .....	20
Mecanismos de cobertura o apoyo crediticio .....	21
Principales beneficios ofrecidos por la titulación .....	22
Aspectos crediticios de las emisiones .....	23
Consideraciones para evaluar los mecanismos de garantía.....	23
Consideraciones crediticias de las entidades participantes .....	24
Consideraciones estructurales y legales.....	25
Metodología de calificación .....	25
Análisis de factores cualitativos .....	27
Calificación preliminar de los factores cualitativos .....	20
Análisis de factores cuantitativos.....	20
Fideicomiso .....	20
Evaluación de conflictos de interés entre participantes de procesos de titularización .....	22
Categorías de calificación .....	23

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 3/23
--	-----------------------------	----------------	-----------------

## 1. Objetivo

Describir los métodos y criterios de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones utilizados por PCR.

## 2. Alcance

La titularización es el proceso mediante el cual se emiten valores que son susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. El patrimonio de propósito exclusivo, que siempre es el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador o entidad que los cede y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o que se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Un mismo patrimonio de propósito exclusivo puede respaldar la emisión de distintos tipos de valores. Cada tipo determinado de valor puede estar integrado por varias series. Los valores correspondientes a cada tipo o serie, de existir, reconocen iguales derechos a los inversionistas, pudiendo establecer diferencias en los derechos asignados a las distintas series. Los flujos que permiten pagar los cupones de los valores emitidos son los que se obtiene de los activos titularizados, el activo subyacente. Por tanto, es importante determinar la variabilidad de dichos flujos, para determinar el riesgo del título valor emitido.

La presente metodología es aplicable a todas las emisiones de deuda producto de operaciones de titularización o financiamiento estructurado, para valores de participación se utiliza la metodología de fondos de inversión. Adicionalmente, se cuenta con metodologías específicas que complementan el análisis e incorporan criterios relevantes para cada título valor (largo y corto plazo) emitido por un grupo separado de cobros u otros activos financieros (GSC/AF), estas son:

- Titularizaciones:
  - Metodología de calificación de riesgo para títulos de deuda hipotecaria titulizada ("RMBS"), aplica para las titularizaciones de principalmente hipotecas residenciales,
  - Metodología de calificación de riesgo para títulos de deuda hipotecaria comercial titulizada ("CMBS"), aplica para las titularizaciones de principalmente hipotecas comerciales,
  - Metodología de calificación de riesgo para títulos de deuda comercial titularizada ("CLOs"), aplica para las titularizaciones de principalmente préstamos comerciales, esta aplica también para los papeles comerciales (corto plazo) titularizados,
  - Metodología de calificación de riesgo para títulos de deuda de consumo o tarjeta de crédito titularizada, aplica para instrumentos de deuda de corto plazo emitidos por titularización de deudas de tarjeta de crédito,
  - Metodología de calificación de riesgo para obligaciones de deuda colateralizada ("CDOs"), aplica para las titularizaciones de principalmente otros instrumentos de deuda como RMBS, CMBS, CLOs, CDOs, otras titularizaciones o financiamiento estructurado, y bonos corporativos;
- Financiamiento estructurado:
  - Metodología de calificación de riesgo para obligaciones representativas de deuda de mediano y largo plazo cubiertas,
  - Metodología de calificación de riesgo para flujos futuros corporativos,
  - Metodología de calificación de riesgo para titularizaciones de inmuebles construidos y proyectos de construcción inmobiliarios.

Asimismo, esta metodología puede ser aplicada también con activos subyacentes no mencionados en la lista anterior como prestamos vehiculares, préstamos de consumo, inventarios, arrendamiento financiero; proyectos de construcción, documentos de crédito o contratos, obras de infraestructura y/o servicios públicos, valores especializados inscritos en los mercados de valores locales; entre otros también considerados por PCR como otras titularizaciones ("otros ABS") u otros productos de financiamiento estructurado ("otros SFPs").

Para cualquier información se puede contactar al correo electrónico [metodologias@ratingspcr.com](mailto:metodologias@ratingspcr.com).

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 4/23
---	-----------------------------	----------------	-----------------

### 3. Definiciones

#### **Activo subyacente**

Es el que sirve de base para una opción, un contrato de futuros o una titularización. En los mercados de opciones y futuros financieros, suele utilizarse como activo subyacente, por comodidad, un bono nacional o teórico, cuyo comportamiento se aproxima a los activos financieros normales. *E.i.: underlying asset*

#### **Administrador**

Se refiere a la persona responsable por el cobro del grupo separado de cobros u otros activos financieros o quien realiza la distribución de pagos a los acreedores de la titularización. El termino administrador no contempla un fideicomiso para la entidad emisora de los títulos, que realice la distribución de pagos a los acreedores de la titularización cuando dicho fideicomiso recibe tales pagos de un administrador y tampoco realiza la función de un administrador. *E.i.: servicer*

#### **Apoyo crediticio**

Soporte, que puede provenir de uno o más variedades de recursos incluido el originador, que protege al inversionista en una titularización contra pérdidas en los cobros garantizando su inversión. *E.i.: credit enhancement*

#### **Colateral**

Anglicismo con que se designa la garantía aportada por un acreditado en operación crediticia, ya se aval, valores mobiliarios, hipotecas, posiciones en opciones y futuros, etc. *E.i.: collateral*

#### **Depositante**

Es quien recibe o compra y transfiere o vende el grupo separado de cobros y otros activos financieros a la entidad que emitirá los títulos. Para una titularización donde no hay un intermediario que transfiere los activos del patrocinador al emisor, el depositante es el mismo patrocinador. Para titularizaciones donde la persona que transfiere o vende el grupo de activos es un fiduciario, el depositante de la emisión es el depositante del fiduciario. *E.i.: depositor*

#### **Deudor**

Hace referencia a cualquier persona quien esta directa o indirectamente comprometida contractualmente o por otro acuerdo para realizar pagos en todo o parte de las obligaciones del grupo separado de cobros y otros activos financieros. *E.i.: obligor*

#### **Deudor en pérdida**

Para el propósito de determinar si un grupo separado de cobros y otros activos financieros está en pérdida determinado en las alguna de las siguientes formas: 1) determinado bajo los requerimientos establecidos en el acuerdo de operación para la titularización; 2) bajo las políticas de reconocimiento de pérdida del patrocinador, o de una afiliada del patrocinador que originó el grupo separado de cobros y otros activos financieros o el quien administra dichos activos financieros; y 3) según las políticas de reconocimiento de pérdida establecida por el principal regulador que realiza la supervisión de la entidad (cualquiera de las mencionadas en el punto 2) o la operación de titularización. *E.i.: non-performing*

#### **Deudor significativo**

Es 1) el deudor o grupo de entidades afiliadas deudores del grupo separado de cobros u otros activos financieros que representan el 10% o más del total del grupo separado de cobros u otros activos financieros; o 2) el propietario o grupo de empresas relacionadas propietarios que aseguran el grupo separado de cobros u otros activos financieros que representan el 10% o más del total de grupo separado de cobros u otros activos financieros; y 3) un arrendador o grupo de entidades arrendadoras que representan el 10% o más del total del grupo separado de cobros u otros activos financieros. *E.i.: significant obligor*

#### **Deuda subordinada**

Es aquella cuyo pago solo se realiza si el deudor está al corriente en el pago de intereses y principal de otra. Tiene un tipo de interés muy superior al de las deudas a las que está subordinada por el mayor riesgo que conlleva. Las condiciones de subordinación se definen en un contrato de subordinación. Desde el punto de vista del análisis del riesgo crediticio, esta deuda es considerada como recursos propios por aquellos prestatarios cuya deuda tenga un vencimiento anterior. *E.i.: subordinated debt*

#### **Efecto sustitución**

Los ingresos producto de la venta de los títulos son utilizados para pagar la venta a la entidad originadora, produciéndose de esta manera un efecto de sustitución de activos de riesgo por activos libres de riesgo (efectivo). Inclusive cuando se realizan compras adicionales de activos de riesgo con los cobros de los activos de riesgo

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 5/23
---	-----------------------------	----------------	-----------------

previamente adquiridos, como resultado se presenta una fuente de financiamiento rotativo (*E.i.: revolving*) para el patrocinador. *E.i.: substitution*

#### **Emisor**

Se refiere al fiduciario u otra entidad creada bajo la dirección del patrocinador o el depositante que mantiene o tiene en propiedad el grupo separado de cobro y otros activos financieros y en nombre de quien los títulos, soportados por dichos activos financieros, serán emitidos. *E.i.: issuing entity*

#### **Fideicomiso**

Disposición testamentaria, según la cual, el testador, o quien desea separarse de la administración de sus bienes, confía su patrimonio, o parte él, a otra persona, para que lo administre y los transmita, en su día, a terceros. *E.i.: trusteeship*

#### **Fiducia**

Institución basada en la confianza, que se origina por la transmisión que hace una persona, fiduciante, de una cosa o derecho a otra persona, fiduciario, para que éste la use de acuerdo con lo estipulado por ambos en el pacto de fiducia, en beneficio, generalmente, del fiduciante. *E.i.: trust*

#### **Fiduciario**

Persona que recibe algo de otra, la cual confía que lo usará de acuerdo con el pacto de fiducia. *E.i.: trustee*

#### **Mercado bursátil**

Es un tipo de mercado de capitales de los que operan alrededor del mundo en el que se negocia la renta variable y la renta fija de una forma estructurada, a través de la compraventa de valores negociables. Permite la canalización de capital a corto, mediano y largo plazo de los inversores a los usuarios. *E.i.: securities and exchange market*

#### **Mercado extrabursátil o negociación privada**

Mercado *over-the-counter* (OTC), mercado paralelo no organizado o mercado de contratos a medida donde se negocian instrumentos financieros directamente entre dos partes. Este tipo de negociación se realiza fuera del ámbito de los mercados organizados. *E.i.: over the counter*

#### **Originador**

Las empresas o entidades financieras del cual su negocio origina los grupos separados de cobros u otros activos financieros. *E.i.: originator*

#### **Patrimonio (autónomo) de propósito exclusivo**

Un vehículo, en variedad de formas societarias legales, establecido con estrictas funciones de cobro y pago. *E.i.: special purpose vehicle (SPV)*

#### **Patrocinador**

Es la persona que organiza e inicia una operación de titularización vendiendo o transfiriendo activos, directa o indirectamente, incluso a través de una entidad afiliada, hacia la entidad emisora. *E.i.: sponsor*

#### **Rendimiento (financiero)**

En el mercado de capitales, es la suma de los ingresos por intereses o dividendos obtenidos de la posesión del título. Se llama compuesto cuando se calcula como la media geométrica de los rendimientos obtenidos cada año. Dependiendo de que se hayan deducido los impuestos o no, se habla de rendimiento neto o bruto. Según se haya descontado la inflación del periodo o no, se denomina rendimiento real o nominal. Es histórico, cuando se refiere a rendimientos calculados u obtenidos en el pasado; y rendimiento esperado, cuando es una mera estimación del que puede obtenerse en el futuro. *E.i.: return*

#### **Revisor de autenticidad de activos**

Es la persona encargada de revisar la conformidad de los activos subyacentes respecto de la autenticidad y garantía del grupo separado de cobros u otros activos financieros y que además no está afiliado con ningún patrocinador, depositante, administrador o fideicomiso de la operación, o alguno de sus entidades relacionadas. El reviso de autenticidad de activos no será parte de la determinación de hasta qué punto una posible inconformidad de los activos o garantías constituyen una falta a las provisiones contractuales. Dicho revisor tampoco será parte o afiliada del contratado por el patrocinador o suscriptor que realizará el trabajo de debida diligencia de compra al grupo separado de cobros u otros activos financieros. *E.i.: asset representations reviewer*

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 6/23
---	-----------------------------	----------------	-----------------

### Titularización / Titulización

Título valor donde el servicio de su deuda proviene principalmente de los flujos de caja de un grupo separado de cobros u otros activos financieros<sup>1</sup>, fijos o revolventes, y que dentro de sus términos son sustituidos por efectivo en un plazo determinado y que además cuenta con derechos y otros activos designados para asegurar el servicio de la deuda o la distribución en tiempo de los pagos a los acreedores; en el caso de activos de arrendamiento financiero, estos activos podrían sustituirse por efectivo parcialmente a través de los cobros por la disposición de la propiedad física bajo arrendamiento. Existen dos clases de títulos emitidos: *pass-through*, cuando no hay modificación del flujo de pago de los activos, o *pay-through* en caso contrario. *E.i.: asset back securities*

#### Títulos *pass-through*

Tipo de título que recibe los pagos de intereses y principal al ritmo que se van percibiendo los grupos separados de cobros u otros activos financieros (GSC/AF) que los respaldan. En referido método, conlleva el riesgo del prepago previsto de los activos en que está basado. Se habla de *pass-through* modificado cuando el comprador del título recibe el interés, aunque éste no haya sido cobrado. Para calcular su valor, el método más utilizado es el del diferencial ajustado por opciones. *E.i.: pass-through*

#### Títulos *pay-through*

Tipo de título en una titularización, que recibe los pagos de intereses y principal de manera prefijada; es decir, al contrario de los *pass-through*, están aislados del ritmo de pago, o prepago, de los grupos separados de cobros u otros activos financieros (GSC/AF) en que está basada. *E.i.: pay-through*

## 4. Condiciones básicas

La estructura de una titularización es un término que engloba una variedad de consideraciones tanto generales (el domicilio y el mercado de negociación) como específicas (impuestos, tratamiento contable, retención de utilidades, prioridad de pagos, maduración, entre otros); sin embargo, la estructura de una titularización concierne principalmente a la naturaleza de la inversión por parte de quien provee los fondos, es decir, refiere a la elección fundamental de la forma legal de la titularización, a manera de capital (*pass-through*) o deuda (*pay-through*) del patrimonio de propósito exclusivo.

Bajo la estructura “*pass-through*”, el grupo separado de cobros u otros activos financieros (GSC/AF) de la entidad originadora o la que los cede es vendida a los inversionistas, mediante el traslado de estos a una compañía fiduciaria (el vehículo “emisor”) en donde se constituye una especie de patrimonio autónomo contra el cual se emite títulos de participación representativos de intereses directos y proindiviso, sobre dicho bloque de activos.

Bajo la estructura “*pay-through*”, el grupo separado de cobros u otros activos financieros (GSC/AF) de la entidad originadora o la que los cede es vendida a una compañía especializada en este tipo de operaciones, de objeto social único, la que a su vez emite títulos representativos de deuda. En este caso, a diferencia del anterior, la entidad emisora compra la cartera en propiedad y emite pasivos en su contra siendo los inversionistas acreedores del ente emisor.

En ambos casos, los ingresos por el producto de la venta de los títulos son utilizados para pagar la venta a la entidad originadora o la que los cede, produciéndose de esta manera un efecto de sustitución de activos de riesgo por activos libres de riesgo (efectivo).

La calificación de riesgo de titularizaciones sigue una lógica diferente a la de las emisiones de deuda corporativa tradicional. En este caso el emisor define una determinada calificación como objetivo, y su tarea consiste en estructurar la emisión de manera de lograr esta calificación. Luego, si se opta por una mejor calificación de riesgo será necesario entregar más y mejores colaterales, tener una mayor relación activo-pasivo o un mayor sobre colateral. Esto es válido sólo para la calificación de riesgo de titulizaciones de activos existentes. En el caso de la calificación de titulizaciones de flujos futuros, prima la calificación sombra en el mercado local asignada al originador como elemento ancla del riesgo de una transacción de flujos futuros.

<sup>1</sup>Valores de deuda, cartera de crédito, cuentas por cobrar, flujos de caja, contratos de venta de bienes y servicios, contratos de arrendamiento financiero, contratos de factoraje, activos y proyectos inmobiliarios, entre otros.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 7/23
---	-----------------------------	----------------	-----------------

## 5. Condiciones específicas

### Elegibilidad de una titularización

Es importante tener clara la noción que a pesar de que los activos (GSC/AF) de los originadores o entidad que los cede constituyen pasivos para otras entidades o para personas naturales, las transacciones de titulización de activos siempre se originan desde la entidad poseedora de los activos, es decir, son los activos los que sufren el proceso de transformación a “títulos”, nunca los pasivos.

Los procesos de titularización se llevan a cabo a través de fideicomisos. El agente de manejo fija un punto de equilibrio financiero, cuyas características deben constar en el respectivo reglamento de gestión. El inicio del proceso de titularización se determina, una vez alcanzado dicho punto.

#### a. Activo subyacente

Existen dos requisitos básicos para poder estructurar una emisión de titulización a saber:

- Que los activos a titularizar generen un flujo de caja que sea estadísticamente predecible, y
- Que los activos a titularizar generen un rendimiento superior al que se le pagará a los inversionistas;
- Que no pese ninguna clase de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni deben estar pendientes de pago de impuestos, tasas o contribución alguna sobre tales bienes ni sobre los flujos que generen.

El proceso de titularización conlleva la expectativa de generar flujos de efectivo determinables, respecto de los cuales su titular puede disponer libremente, a partir de:

- Valores representativos de deuda pública,
- Valores inscritos en el mercado de valores,
- Cartera o documentos de crédito,
- Inmuebles (incluye proyectos inmobiliarios o de construcción),
- Flujos de caja o derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas (incluye proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones como por ejemplo obras de infraestructura o servicios públicos),
- Bienes o derechos existentes que posea el originador o entidad que cede el activo, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda (incluye contratos de venta de bienes y/o servicios, contratos de arrendamiento financiero o factoraje),
- Otros activos o flujos de fondos en general de conformidad con la regulación local.

#### b. Estructuras básicas

Existen dos tipos de estructuras básicas para la titulización de activos, a saber:

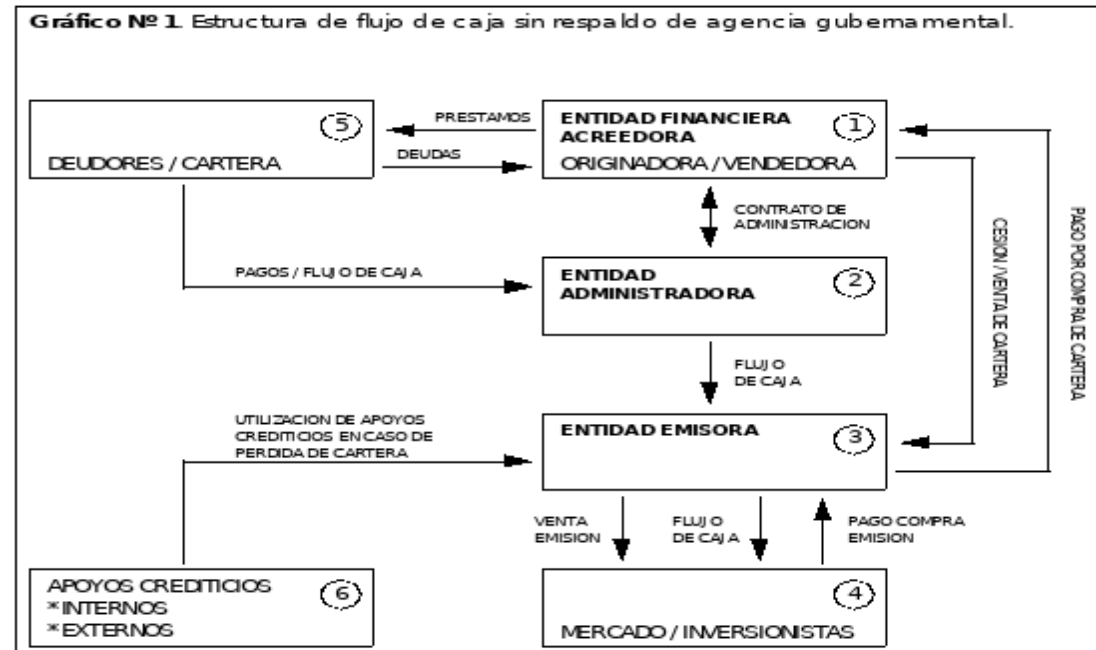
- **Estructura de flujo de caja**, bajo esta modalidad todos los flujos de caja generados por los activos de los originadores o entidad que cede el activo titulado son destinados al pago de intereses de los títulos emitidos y a la amortización de la emisión. Los flujos de caja con destino a los inversionistas se generan por tres conceptos:
  - Por los ingresos provenientes de los activos titulizados, los cuales también se utilizan para el pago de intereses a los inversionistas y para el pago de comisiones por concepto de administración del activo.
  - Por el pago de cuotas de amortización de cartera según como haya quedado pactado en el documento original de préstamo.
  - Por prepagos no pactados en el documento original del préstamo. Estos pagos son originados por circunstancias socioeconómicas bastante impredecibles, tales como la baja en tasas de interés y la consecuente refinanciación del crédito, disolución de la unidad familiar, reubicación de lugar de trabajo, etc., y les dan a los certificados emitidos la característica de incertidumbre sobre la fecha de madurez de estos.

Se subdivide en estructura de “Traspaso o traslado”, conocida en inglés como “pass-through” y estructura de “pago”, también conocida en inglés como “pay-through”.

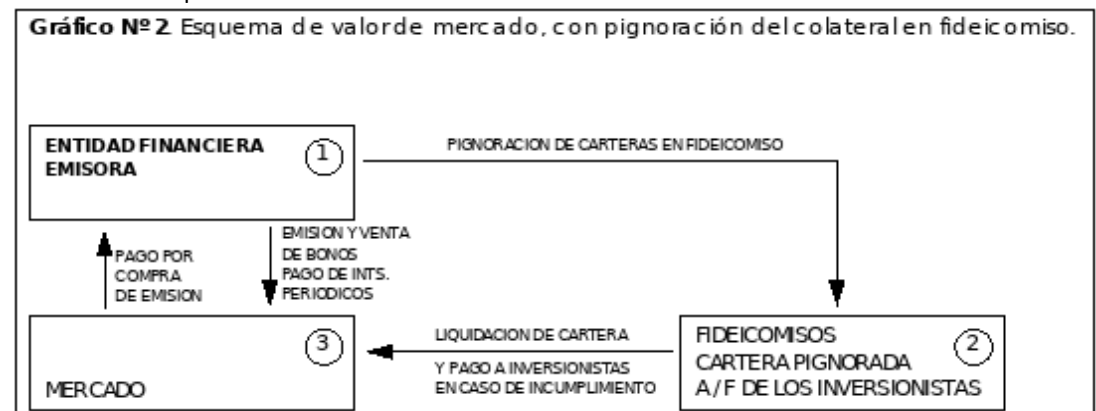
**Descripción de una transacción “pass-through”.** 1. La entidad originadora saca un bloque de cartera de sus activos, con el cual se constituye un fondo común en la entidad “emisora”. 2. La entidad

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 8/23
---	-----------------------------	----------------	-----------------

originadora firma un contrato de administración de la cartera con la entidad administradora, por medio del cual esta última recauda los pagos provenientes de los deudores de la originadora. Los pagos recibidos son trasladados a la entidad emisora, para el respectivo pago a los inversionistas. 3. El fondo común, constituido en el ente “emisor”, emite los títulos, los cuales son vendidos a los inversionistas y, con el producto de esta venta, paga la compra de cartera a la originadora. 4. En caso de insuficiencia de flujos de caja por pérdida de cartera, se acude a la utilización de los apoyos crediticios.



**Descripción de una transacción “pay-through”.** La mecánica de la operación es prácticamente igual a la de “pass-through”, radicando la diferencia en el hecho de que la sociedad emisora compra la cartera en firme a la originadora, y luego emite títulos representativos de deuda en su contra, para financiar la compra de la cartera.



1. La entidad emisora, que en este caso es la misma originadora, saca un bloque de hipotecas de sus activos, el cual pignora en un fideicomiso en beneficio de los inversionistas. Luego, hace la emisión y la vende directamente a los inversionistas quienes pagan al contado la compra de los títulos. 2. El emisor realiza pagos periódicos de intereses a los tenedores de los títulos. 3. En caso de incumplimiento por parte del emisor, el agente del fideicomiso, obrando en beneficio de los inversionistas, liquida el colateral y les paga con el valor de liquidación.

- **Estructura de valor de mercado**, estas estructuras son más bien técnicas de financiación a través de los pasivos y no de los activos como se hace en el sentido más puro de la titulización, puesto que en



Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 9/23
---	-----------------------------	----------------	-----------------

este caso los activos no se transforman, sino que, más bien, son empleados para respaldar una emisión de pasivos de la entidad originadora. Esta modalidad pertenece al género de “financiaciones” o “emisiones estructuradas”, términos que en algunos países son utilizados como sinónimos de titulización.

Esta modalidad es utilizada, generalmente, para la emisión de deuda a largo plazo, respaldada con cartera hipotecaria. En estas emisiones, el valor de liquidación en el mercado de los activos que respaldan la emisión es utilizado para pagar a los inversionistas en caso de que el emisor incumpla su obligación.

En una de sus formas, los activos que respaldan la emisión son pignorados en un fideicomiso en favor de los inversionistas, y la entidad originadora hace la emisión. En otra de las modalidades de este esquema, la cartera es vendida a una compañía especializada, de objeto social exclusivo, la cual hace la emisión y pignora la cartera en favor de los inversionistas. Bajo esta forma de emisiones, el exceso de cartera colateralizada es el apoyo crediticio utilizado y la fecha de madurez de los papeles emitidos se conoce con mayor certidumbre.

La diferencia más importante entre la estructura de flujo de caja y de valor de mercado, desde el punto de vista de la entidad originadora, radica en el hecho de que en las estructuras de flujo de caja, los activos titulizados salen por completo de los balances de la entidad, por ser estos vendidos en propiedad a los inversionistas o al ente emisor, mientras que en la estructura de valor de mercado los activos son pignorados en favor de los inversionistas, permaneciendo registrados en los estados de cuentas de la entidad originadora, bien sea en sus activos o en sus cuentas de orden contingentes.

Para la entidad originadora, la estructura de mercado tiene la ventaja de que esta retiene los flujos de caja y puede hacer una mejor planificación de la tesorería, diseñando las emisiones con la madurez deseada. También la entidad originadora retiene la propiedad de la cartera pignorada, lo cual podría ser una relativa desventaja para los inversionistas, pues estos son dueños de los títulos y, en caso de insolvencia de la entidad originadora, estos pasarían a ser acreedores con garantía de la entidad. Para el inversionista, como se anotó con anterioridad, las emisiones de valor de mercado ofrecen la ventaja de una fecha cierta de redención, evitando así el riesgo de reinversión en periodos de bajas en la tasa de interés.

Esto no ocurre en las emisiones bajo la estructura de flujo de caja “pass-through”. Bajo esta modalidad, las entidades originadoras pueden lograr una mejor eficiencia en los costos de la emisión, al no tener que compensar a los inversionistas por la incertidumbre sobre la fecha de madurez de la emisión.

### c. Entidades participantes en la titulización

En la estructuración básica de una emisión por titulización, participan:

- La entidad originadora o quien cede los activos, consiste en uno o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizado.
- La administradora, que es una sociedad de titularización encargada de la administración del patrimonio autónomo. Además, es la encargada de efectuar los recaudos con destino a la emisión. La administradora puede ser la misma entidad originadora o una entidad independiente, y
- La emisora, que es una entidad independiente, receptora de los activos a titularizar, cuya única función es la de servir de vehículo para hacer la emisión. Esta entidad puede ser una compañía especializada, de objeto social único, las cuales son conocidas en Inglaterra y Estados Unidos como “sociedades de quiebra remota” (E.i.: *Bankruptcy-remote companies*).
- Patrimonio de propósito exclusivo: siempre es el emisor y constituye un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador o entidad que cede el activo y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Este patrimonio de propósito exclusivo se instrumenta bajo la figura de fideicomiso,
- Inversionistas: son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 10/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

En estructuras más complejas de una emisión por titularización, podrían participar también un depositante y/o un revisor de autenticidad de activos.

**d. Valores que pueden emitirse**

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización pueden ser de tres tipos, a saber:

- Valores de contenido crediticio: por los cuales los inversionistas adquieren el derecho a percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente, con los recursos provenientes del fideicomiso mercantil y según los términos y condiciones de los valores emitidos.
- Valores de participación: por los cuales los inversionistas adquieren una alícuota en el patrimonio de propósito exclusivo, a prorrata de su inversión, con lo cual participa en los resultados, sea utilidades, sea pérdidas, que arroje dicho patrimonio respecto del proceso de titularización, y
- Valores mixtos: por los cuales los inversionistas adquieren valores que combinan las características de valores de contenido crediticio y valores de participación, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización.

**Clase de titularización**

**a. Titularización de cartera o documentos de crédito**

Consiste en la emisión de valores de contenido crediticio, con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con el aporte de cartera de la misma clase y características.

El proceso de titularización de cartera solo se puede estructurar con carteras de la misma clase; no se aceptan mezclas ni combinaciones de carteras. Dicho proceso se lleva a cabo a través de los mecanismos de fideicomisos; y, el monto máximo de la emisión no puede exceder el cien por ciento del capital insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo, a la fecha de transferencia de esta.

La titularización de cartera permite la colocación en el mercado de la cartera generada por los intermediarios financieros, situación que implica la cesión de los derechos al pago del principal y de los rendimientos de dicha cartera, a los inversionistas que compran los valores provenientes de este proceso de titularización.

Los flujos de caja con destino a los inversionistas se generan por tres conceptos:

- Por el pago de intereses provenientes de la cartera y/o cualquier otro activo, los cuales también se utilizan para el pago de intereses a los inversionistas y para el pago de comisiones por concepto de administración de la cartera.
- Por el pago de cuotas de amortización de cartera según como haya quedado pactado en el documento original de préstamo.
- Por prepagos no pactados en el documento original del préstamo. Estos pagos son originados por circunstancias socioeconómicas bastante impredecibles, tales como la baja en tasas de interés y la consecuente refinanciación del crédito, disolución de la unidad familiar, reubicación de lugar de trabajo, etc., y les dan a los valores provenientes de procesos de titularización emitidos la característica de incertidumbre sobre la fecha de madurez de estos.
- Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas.

**b. Titularización de proyectos inmobiliarios o de construcción**

Consiste en la emisión de valores que incorporen derechos sobre un patrimonio de propósito exclusivo constituido sobre el proyecto inmobiliario.

La emisión de títulos sobre el patrimonio de propósito exclusivo constituido con un bien inmueble, los diseños, estudios técnicos y de prefactibilidad económica, programación de obra y presupuestos necesarios para desarrollar el proyecto inmobiliario objeto de la titularización. El patrimonio de propósito exclusivo también se constituye con sumas de dinero destinadas a la adquisición del lote o a la ejecución del proyecto.

El activo inmobiliario, sobre el cual se desarrollará el proyecto objeto de la titularización deberá estar libre de gravámenes, limitaciones de dominio, prohibiciones de enajenar o condiciones resolutorias y no tener pendiente el pago de impuesto, tasas y contribuciones.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 11/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

El inversionista es partícipe del proyecto en su conjunto, obteniendo una rentabilidad derivada de la valoración del inmueble, de la enajenación de unidades de construcción o, en general, del beneficio obtenido en el desarrollo del proyecto.

**c. Titularización de flujos de caja o derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas**

Consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con la transferencia de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes que estén en el comercio y sobre servicios públicos. Para la titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas de bienes se debe contar expresamente con la garantía solidaria del originador, así como con otro mecanismo de garantía específica que cubra el monto en circulación de la emisión.

**d. Titularización de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables**

Consiste en la emisión de valores con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo constituido con derechos existentes generadores de flujos futuros para lo cual se debe acreditar documentadamente la propiedad del originador sobre tales derechos.

**e. Titularización de flujos de fondos en general**

Consiste en el traspaso al patrimonio autónomo del derecho de cobro de los flujos de efectivo previsible en el futuro. Se puede estructurar el proceso de titularización a partir de la transferencia al patrimonio autónomo del derecho de cobro de flujos futuros de fondos determinables con base en información histórica y en proyecciones durante la vigencia de los valores a emitirse. Para el caso de proyectos que no cumplen con la información histórica mínima requerida, se toma en consideración el desenvolvimiento financiero y económico proyectado de acuerdo con los estudios de estructuración.

Se debe acreditar documentadamente la relación jurídica en virtud de la cual el originador tiene el derecho de cobro sobre los flujos futuros de fondos, o la relación comercial en virtud de la cual se proyectaron los flujos futuros.

En el caso de la calificación de titularizaciones de flujos futuros, la calificación a otorgar se fundamenta en el riesgo evaluado del originador como elemento ancla del riesgo de una transacción de flujos futuros. Existen varios mitigantes en este tipo de estructuras, como, por ejemplo, limitar la discrecionalidad en la utilización de los recursos recaudados por parte del originador, además de los mecanismos de apoyo crediticio ya mencionados anteriormente.

**Mecanismos de cobertura o apoyo crediticio**

En las emisiones estructuradas bajo las anteriores modalidades, los activos de la entidad originadora o la entidad que los cede son vendidos en propiedad, sin recurso contra la vendedora, por lo que se hace necesario incorporar a la emisión un mecanismo de protección para los inversionistas ante la eventual pérdida de parte de los activos, y ante la ausencia de una agencia gubernamental que garantice el pago de esta.

Existen modalidades de apoyos crediticios que pueden incorporarse a una emisión, algunas de las cuales son de configuración interna a la misma y otras externas a la emisión. Los apoyos crediticios de configuración interna más comunes son:

**a. Subordinación de la emisión**

Este es un mecanismo de carácter interno que implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputa hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que la porción colocada entre el público cancelará prioritariamente los intereses y el capital. Por ejemplo, si se estima que el riesgo calculado de pérdida del activo subyacente es inferior al 10%, entonces se subordina el 10% de la emisión, quedando el 90% restante con prioridad sobre los pagos de capital e intereses. Los pagos de la porción subordinada no se hacen hasta que no se haya pagado la totalidad de la porción prioritaria. La porción subordinada, que es de inferior calidad crediticia que la prioritaria, puesto que es la que asume el riesgo de pérdida de cartera, es luego comprada por la entidad originadora, absorbiendo de esa manera su propio riesgo.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 12/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

**b. Sobrecolateralización**

Esta es también una forma interna de apoyo crediticio que consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario excede el valor de los valores emitidos en forma tal que cubre el índice de siniestralidad; a la porción excedente se imputan los siniestros o faltantes de activos. Por ejemplo, el 110% y solamente emite el 100%, quedando el 10% restante en poder del ente emisor, en beneficio de los inversionistas para la reposición de la cartera perdida.

**c. Exceso de flujo de fondos**

Esta es otra forma interna de apoyo que es factible cuando existe un margen lo suficientemente amplio de rendimiento, es decir, que el flujo de fondos generado por los activos titularizados es superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos. Luego, ese diferencial se destina a un depósito de garantía, de tal manera que, de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

**d. Sustitución de activo**

Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características.

**e. Amortización acelerada**

Es también una forma interna de apoyo que solamente se puede diseñar en emisiones a largo plazo respaldadas con activos de alta rotación. Por ejemplo, una emisión a 5 años respaldada con cartera de tarjetas de crédito, cartera que probablemente rote en un 100% en un año o menos. Si una se estructurara una emisión a 5 años con un periodo de amortización de 2 años, al acelerar el recaudo de las cuotas para la amortización a 12 meses, quedarían otros 12 meses para cubrir los defectos de flujo de caja por pérdida de cartera. En este tipo de estructura, el periodo restante (en este ejemplo los tres primeros años), es conocido como el periodo de rotación (recompra) de cartera, lo que permite su estructuración a largo plazo.

**f. Fondo de liquidez**

A través de los cuales se dispone a favor del patrimonio de propósito exclusivo de recursos para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio.

Los apoyos crediticios de configuración externa son:

**g. Garantía o aval**

Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador, entidad que ceda el activo o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

**h. Garantía bancaria o póliza de seguro**

Son formas externas de apoyo, que consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el administrador en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

**Principales beneficios ofrecidos por la titulización**

Los beneficios más buscados por las instituciones crediticias de los países donde se lleva a cabo este tipo de transacciones son los siguientes:

- Generación de margen de intermediación, al poder colocar una emisión en el mercado a una tasa de interés inferior a los rendimientos que la entidad originadora recibe por los activos que tituliza.
- Las instituciones financieras de diversos países han encontrado en la titulización un mecanismo apropiado para mantener la relación “activos de riesgo / capital”, dentro de los límites impuestos por sus respectivas autoridades.
- En períodos de contracción monetaria, la titulización es un recurso extraordinario para la obtención de liquidez.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 13/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

### **Aspectos crediticios de las emisiones**

Los valores provenientes de procesos de titularización tienen sus riesgos para el inversionista, toda vez que la transferencia de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo conlleva al traslado del riesgo implícito hacia el inversionista final. Sin embargo, es posible estructurar la emisión de manera que su calidad crediticia sea excelente e inclusive mejor que la calidad crediticia de las obligaciones directas de la misma entidad que originó la titularización. Esto se logra a través de la incorporación a la estructura de la emisión de los mecanismos de apoyo y mejoramiento crediticio. Resulta fundamental indicar que la calidad de estas emisiones no recae directamente en la solvencia financiera de la entidad que la originó, o la del ente emisor, sino en la calidad crediticia de los activos (GSC/AF) que respalda la emisión.

No obstante, lo anterior, es importante evaluar la calidad crediticia de las tres entidades participantes en la titularización, dado que el deterioro o insolvencia financiera de cualquiera de ellas podría, por simple reflejo o asociación, degradar la calidad de los activos (GSC/AF) titulizados. De acuerdo con este criterio, no debería presentarse diferencias muy significativas ente la calificación del originador o entidad que cede el activo y la de la titularización.

La titularización se puede presentar en una amplia gama de estructuras, emisiones y activos que la respalden. Cada uno de estos activos presenta diversidad en el riesgo que asume, por lo que es indispensable analizar el desempeño individual de cada activo, a fin de identificar las características y factores propios de cada uno y su impacto sobre el riesgo crediticio. Además, analizar o identificar vacíos jurídicos en las estructuras, o en las entidades participantes que, en determinado momento, pudiesen poner en peligro el flujo normal de pagos hacia los inversionistas, y el análisis sobre la certidumbre de flujos de caja, con los cuales se les pagará a los inversionistas. En cada proceso se acompañarán los respaldos del análisis en documentos de trabajo interno.

### **Consideraciones para evaluar los mecanismos de garantía**

A pesar de que los mecanismos de apoyo crediticio buscan el mismo fin, el de minimizar el riesgo de pérdida para el inversionista, no todos surten idénticos efectos o tienen iguales implicaciones para la originadora. A continuación, se detallan los mecanismos de garantía más comunes:

- Las emisiones prioritarias / subordinadas. Estas emisiones ofrecen la ventaja para los inversionistas de que debido a que la porción subordinada es fija, el porcentaje de la misma crece con relación al principal remanente. En la medida en que se amortiza la porción prioritaria se va mejorando su calidad crediticia y disminuyendo el riesgo de pérdida para el inversionista. El costo de esta forma de apoyo es más reducido para la originadora.
- La garantía de entidades crediticias. Debido al alto costo de esta opción, muchas veces se pacta la constitución de garantías de entidades financieras por una suma fija del remanente por amortizar de la emisión, por consiguiente, no ofrecería la característica de disminuir paulatinamente el nivel de riesgo para el inversionista. Cabe indicar que la calidad de este tipo de apoyo crediticio siempre está ligado a la calidad de la entidad otorgante.
- El exceso de flujo de caja. Este mecanismo al generar flujos en exceso y requerir la conformación de un depósito en garantía permiten cubrir posibles desviaciones o distorsiones en el flujo. No es una opción viable para todas las estructuras de titularización, y su formación se desarrolla con el tiempo. Esta opción está asociada a la evolución de los flujos de caja provenientes de los intereses, cuando existe un margen diferencial lo suficientemente amplio entre el rendimiento de la cartera titulizada y la tasa reconocida a los inversionistas.
- El exceso de colateralización. Este mecanismo implica el traspaso de una cantidad mayor de valores al fideicomiso, de tal forma que exceda el valor emitido. De esta manera se contará con recursos para cubrir cualquier faltante o siniestro sin afectar al valor emitido. Surte el mismo efecto de mejoramiento progresivo de la calidad crediticia de la cartera que la emisión prioritaria / subordinada. No obstante, puede resultar un poco más costosa que esa, y en algunos países se ha planteado el cuestionamiento legal sobre la propiedad del remanente.
- El recaudo acelerado de cuotas de amortización. Tampoco es posible su configuración para todas las emisiones de titularización. Su formación se da más en términos de tiempo y requiere de un período de buena estabilidad económica.
- La garantía o aval. Debido al alto costo de esta opción, muchas veces se pacta que sea una suma fija, pero del remanente por amortizar de la emisión y por consiguiente no ofrecería la característica de disminuir

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 14/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

paulatinamente el nivel de riesgo para el inversionista. Además, la calidad de este tipo de apoyo crediticio siempre está ligado a la calidad de la entidad otorgante.

No obstante, las diferencias en sus características, todos estos mecanismos de apoyo crediticio han probado tener excelentes resultados por lo que la calificadora podrá evaluar una mejora en la calificación crediticia de la emisión.

#### **Consideraciones crediticias de las entidades participantes**

Como ya se anotó anteriormente, a pesar de que el paquete de cartera que respalda la emisión queda completamente aislado de acciones de recurso contra la originadora, por concepto de pérdidas en el mismo, la calidad crediticia de las entidades participantes en la transacción de titulización es de gran trascendencia para la buena calidad de la emisión y para la protección de los intereses de los inversionistas.

- La entidad originadora de la transacción o entidad que cede el activo debe ser del más elevado nivel crediticio y poseer una infraestructura administrativa adecuada para la estructuración de la transacción. Titulizar lo mejor de los activos de una entidad de baja calidad crediticia, representaría un alto riesgo de pérdida para los inversionistas por varios motivos: i) En caso de insolvencia de la originadora, los activos titulizados se deterioran por simple reflejo o asociación, o “desmotivación” de los deudores para continuar efectuando sus pagos a una entidad en dificultades, ii) Si la operación de titulización no quedó estructurada o configurada como tal, los inversionistas podrían pasar a formar parte de los acreedores de la insolvente originadora, iii) Si la entidad originadora retuvo las funciones de entidad administradora, como ocurre con frecuencia, el flujo normal de fondos hacia los inversionistas se podría suspender, y los que se encuentran haciendo tránsito se podrían perder.
- La entidad administradora. Cuando es independiente, también debe poseer una alta solvencia financiera que garantice la protección de los fondos de los inversionistas, y una infraestructura administrativa apropiada para el desempeño de sus funciones. Algunas de las funciones son: i) El recaudo de los pagos periódicos de los deudores, ii) El inicio de cobros judiciales en caso de morosidad, iii) La reinversión transitoria de los fondos hasta el próximo periodo de pago a los inversionistas, iv) La formación de los apoyos crediticios cuando estos se construyen con flujos de fondos, v) La vigilancia del cumplimiento de las garantías y pólizas de seguros estipuladas, y vi) El pago de las comisiones asociadas con la emisión, etc. De nuevo, la insolvencia del administrador pondría en peligro los pagos a los inversionistas.
- El ente emisor. Cuando las transacciones de titulización se estructuran bajo la modalidad de emisiones de “certificados de participación” en fondos comunes, el vehículo “emisor” utilizado es la sociedad fiduciaria u otro tipo de institución crediticia con similares capacidades, ambas de gran solvencia, trayectoria y experiencia como agentes depositarios (depositante) de bienes. Cuando se hace bajo la modalidad de emisión de títulos representativos de deuda, o sea deuda directa del ente emisor, se utiliza como emisor la sociedad de objeto social único (las ya mencionadas “sociedades de quiebra remota” o “*bankruptcy-remote companies*”). Este tipo de sociedad se utiliza precisamente para darle más protección al inversionista, y se usa principalmente en los mercados de capitales más desarrollados en donde la calificación de riesgo de emisiones tiene sentido y significado en el mercado. En la teoría, cualquier otra entidad podría ser utilizada como ente emisor, pero no se conocen desarrollos prácticos en ese sentido. Estas sociedades se constituyen con el exclusivo objeto social de adquirir activos calificados para titulización y efectuar las emisiones de títulos correspondientes para pagar la compra a la entidad vendedora. Por consiguiente, el riesgo de la entidad es el mismo riesgo del activo, e inversamente, el riesgo del activo es el riesgo de la entidad. Estatutariamente quedan sumamente limitadas en cuanto a gasto, reparto de utilidades, etc. Algunas de las cláusulas restrictivas impuestas en este tipo de emisores se refieren a: 1) Incurrir en deuda distinta a la emisión utilizada para la compra de los activos. 2) Fusionarse o consolidarse con otra entidad. 3) Establecer filiales o subsidiarias. 4) Repartir utilidades o dividendos hasta que no se haya retirado las emisiones que tenga flotando en el mercado. 5) Incurrir en gastos con recursos distintos a los provenientes de su capital, entre otras limitaciones que la excluyen de la posibilidad de tener acreedores distintos a los inversionistas. De este modo, la posibilidad de que alguien inicie un embargo o proceso de quiebra es muy remota. De allí su singular nombre.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 15/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

### **Consideraciones estructurales y legales**

Las estructuras mecánico-financieras de la titulación de activos son, por sí solas, relativamente endebles, y por lo tanto requieren de una estructura legal que le otorgue soporte a la transacción en todos sus aspectos de funcionamiento. Algunos de los aspectos de mayor consideración en la estructuración de la consolidación son:

- La venta en firme del activo. Este es un aspecto de relevancia tanto para el ente originador como para el inversionista. Si no se configura una verdadera venta en firme, la entidad originadora podría no beneficiarse plenamente de los beneficios de la titulación y los inversionistas podrían ser considerados como acreedores con garantía, ante eventos de insolvencia en la originadora.
- La transferencia de dominio. La transferencia de dominio de los activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo debe efectuarse a título de fideicomiso, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Es necesario establecer un proceso adecuado para la transferencia del activo o flujo, con el objetivo de que la entidad originadora logre beneficiarse plenamente de las ventajas de la titularización; caso contrario, los inversionistas podrían ser considerados como acreedores con garantía, en caso de problemas en la originadora o entidad que cede el activo.
- El traspaso del activo o flujo y las garantías. En la transferencia de dominio de los activos hacia el patrimonio de propósito exclusivo, importa tanto el traspaso del activo o flujo como de las garantías que le accedieren, a menos que el originador y agente de manejo establezcan expresamente y por escrito lo contrario, situación que debe ser revelada por el agente de manejo a los inversionistas.
- El contrato de administración. Se debe establecer claramente la relación existente entre la administradora, los activos titularizados y los flujos de caja provenientes de los activos. Los flujos de caja en tránsito hacia los inversionistas deben quedar segregados en cuentas independientes constituidas para tal fin. Los anteriores factores son aún más críticos cuando los servicios de administración los presta la misma entidad vendedora. También debe quedar plenamente establecida la relación existente entre cada una de las partes involucradas en la estructura, y la posibilidad de transferir la administración de la transacción a una entidad suplente en determinado momento.

Dentro de los aspectos legales a considerar en la evaluación de riesgo está la negociación que se lleva a cabo entre el originador y la titularizadora. Para lo cual PCR procederá a solicitar toda la documentación en base de la cual pueda revisar: los términos del contrato entre el originador y la titularizadora, que el fondo de titularización esté debidamente constituido, que la documentación relativa a la emisión de valores se encuentre conforme al contrato de titularización. A partir de esta información se verificará que la estructura presentada haya sido desarrollada de acuerdo con los parámetros establecidos en el contrato de titularización, que la operatividad para el pago de las amortizaciones y los rendimientos de los valores emitidos corresponda a los términos del contrato.

En el análisis se debe considerar: si la titularizadora pertenece a un conglomerado financiero o a un grupo empresarial, no podrá administrar fondos de titularización cuyo originador sea alguna de las sociedades del conglomerado o del grupo al que pertenece o si los accionistas son los mismos de cualquiera de ellas.

En la estructuración de la emisión de títulos de deuda de entidades financieras, se deberá revisar que en la estructura cumplan con el límite de sustitución de activos por un máximo del quince por ciento de los activos transferidos por el originador para el fondo, debiendo constituir las respectivas provisiones por los activos que recibe por la sustitución.

### **Metodología de calificación**

El análisis de calificación incorpora múltiples factores tanto cualitativos, como cuantitativos; así, los indicadores, herramientas y estudios incluidos en el presente apartado, forman parte de un proceso que busca generalizar el análisis crediticio, y optimizar la eficiencia y calidad de este. Cabe recalcar, que los criterios que se detallarán a continuación constituyen un marco referencial, por lo que de ninguna manera se los considera restrictivos.

Los factores de análisis establecidos en la presente metodología son amplios en su alcance, debido a que la Calificadora reconoce que el proceso de calificación es dinámico y cada emisión posee características y estructuras particulares. De manera adicional, dicho enfoque permite adaptar el proceso de calificación de manera rápida, conforme surjan nuevas necesidades en el mercado, a medida que se van presentando.

Los instrumentos que poseen información suficiente son clasificados de acuerdo con el análisis cualitativo y cuantitativo. Dentro del procedimiento se considera lo señalado en la metodología de calificación de riesgo de



Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 16/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, en los aspectos que sean aplicables.

Para todos los casos, la Calificadora contempla las siguientes consideraciones generales, al momento de realizar la evaluación:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados,
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a los términos establecidos en la documentación legal,
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia,
- Tratándose de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera:
  - El cumplimiento oportuno del pago del capital e intereses y demás compromisos, de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión, así como de los demás activos y contingentes,
  - Las provisiones de recursos para cumplir, en forma oportuna y suficiente, con las obligaciones derivadas de la emisión,
  - La posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor o del garante, en el caso de quiebra o liquidación de éstos,
  - La capacidad del originador para generar flujos futuros dentro del proceso de titularización y las condiciones del mercado,
  - Comportamiento de los órganos administrativos del originador o entidad que cede el activo, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación,
  - Conformación accionaria y presencia bursátil,
  - Consideraciones sobre el originador, de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables,
  - Consideraciones sobre los riesgos previsibles de la calidad de los activos que respaldan la emisión, y su capacidad para ser liquidados, y
  - Consideraciones de riesgos cuando los activos del originador que respaldan la titularización incluyan cuentas por cobrar a empresas vinculadas.

Además, en función de la naturaleza de los valores emitidos, la Calificadora analiza lo siguiente:

- Para carteras de crédito o documentos de crédito:
  - Información estadística, matemática, actuarial y contable, vinculada con los Evaluación de flujos futuros de la cartera a titularizar,
  - Descripción y análisis del tipo de cartera y su valoración,
  - Índice de siniestralidad en la generación de los flujos proyectados de la cartera a titularizar, el procedimiento de valoración de las garantías, la posición de dicho índice frente a los mecanismos de garantías constituidas y los porcentajes de coberturas, y
  - Procedimiento utilizado para la medición del calce de flujos requerido para el proceso de titularización de cartera y los mecanismos de control.
- Para bienes inmuebles:
  - Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los inmuebles al patrimonio autónomo,
  - Cálculo del índice de desviación en la generación de los flujos proyectados, y
  - Mecanismos de garantía y los avalúos efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.
- Para proyectos inmobiliarios o de construcción:
  - Mecanismos de medición de la factibilidad del proyecto inmobiliario, su calidad técnica, las expectativas del mercado para asimilar el proyecto, y demás índices de medición financiera y económica,
  - Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas,
  - Mecanismos de valoración y seguridad de los valores mixtos o de participación que incorporen derechos o alícuotas porcentuales de participación sobre el patrimonio constituido,



Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 17/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

- Garantías, así como los seguros contra riesgo a los que esté expuesto el inmueble y los factores de valoración de este, y
- Avalúos efectuados por peritos independientes del originador y del agente de manejo.
- Para flujos futuros de fondos en general:
  - Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización,
  - Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas,
  - Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad, y
  - Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.

### **Análisis de factores cualitativos**

Las calificaciones asignadas a los valores provenientes de procesos de titularización reflejan el pago oportuno, en tiempo y forma, de los intereses y del principal, de acuerdo con los términos establecidos para ello. Los factores cualitativos que se mencionan a continuación brindan un marco general del proceso de análisis para toda clase de valores respaldados por activos. La Calificadora, vislumbra que este tipo de emisiones comprende una gran variedad de activos, por lo que en determinados casos se pueden omitir algunos de los factores mencionados en los siguientes literales; o, se deben complementar con información adicional.

En el caso de titularización de flujos y otros procesos que correspondan, se analiza los aspectos señalados en la metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores. En el caso de procesos de entidades que ceden activos, se revisará su posición en el mercado que se desenvuelven, aspectos cualitativos y cuantitativos.

En esta etapa se busca determinar la existencia de riesgo producidos por concentración de activos, problemas de pagos de los activos o por mala gestión del originador. Para este fin se realiza un análisis de la composición del activo de respaldo, de la calificación del originador, de las características de la estructura y de otros elementos que se discuten a continuación.

#### **a. Composición del activo de respaldo**

Los procesos de titularización pueden estar respaldados por diferentes activos, los cuales poseen características específicas. Es por ello, que los factores más representativos que determinan la calidad de estos varían significativamente.

La Calificadora analiza las características particulares de cada activo de respaldo, con la finalidad de determinar, por un lado, las probabilidades de pérdida bajo diferentes escenarios; y, por otro lado, evaluar los factores que revisten de una mayor importancia sobre la calidad de un activo en particular. El objetivo principal es poder determinar si existen activos que sean más propensos a generar pérdidas o caer en morosidad.

#### **b. Calificación del originador**

Se debe clasificar la metodología de originación de activos, la política de cobranza, la administración y propiedad del originador, entre otros. En esta etapa se debe revisar que estas políticas se apliquen efectivamente en la práctica.

En el caso de titularizaciones donde la cancelación de las obligaciones depende de la generación de activos que a su vez depende estrechamente de la normal operación del originador, el análisis de este es de vital importancia, así por ejemplo es el caso de titularizaciones de flujos futuros o de otro tipo de activos que estructuran o simulan dichos flujos. Para estos, se considera la calificación de riesgo de largo plazo local otorgada por PCR, la de otra calificadora local o la de su deuda no subordinada<sup>2</sup>.

<sup>2</sup>También se consideran las calificaciones de solvencia (fortaleza) financiera y deudas de corto plazo. Si se cuenta con calificaciones de riesgo internacionales (registrada en NRSRO) y PCR considera que puede establecer equivalencias referenciales con dicha calificadora, se toma la calificación homologada. Además, cuando la entidad cuenta con calificaciones internacionales de diversas calificadoras NRSRO, se toma la de mayor riesgo. Las calificaciones deben contar con una antigüedad máxima de 12 meses contados a partir de su fecha de emisión. Sin embargo, PCR podría limitar su utilidad si se cree o espera que la capacidad de pago de dicha entidad se ha o está por

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 18/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

La calificación de los valores producto de un proceso de titularización, indicará los factores que se tuvieron en cuenta para otorgarla y adicionalmente se referirá a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. No obstante, en ningún caso, la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

**c. Calificación de la estructura**

En esta etapa se analiza la estructura propuesta por el emisor a la luz de los elementos presentados en las primeras secciones de la presente metodología de calificación de riesgo. Se debe determinar que los elementos contractuales entreguen una protección adecuada a los inversionistas y que existan las garantías, propias o de terceros, necesarias para la calificación de riesgo a la que se está optando.

**d. Experiencia y motivación de patrocinadores**

Para analizar la experiencia y motivación de patrocinadores, se considerará que, en general, los proyectos desarrollados para complementar la línea actual de una empresa deberán tener un menor nivel de riesgo que aquellos en los cuales los patrocinadores tienen un interés de carácter diferente, como sería el incursionar en nuevas áreas de negocio o diversificación sectorial. Cuando exista más de un patrocinador, las relaciones contractuales entre ellos deberán ser conducentes al éxito del proyecto. En el análisis de este aspecto se tendrá presente también la capacidad administrativa que hayan demostrado los patrocinadores en el pasado, el tamaño relativo del proyecto en relación con sus patrocinadores, y la experiencia del administrador en caso de que éste sea una persona diferente al patrocinador.

En el caso de inmobiliarias o empresas constructoras, PCR evalúa la trayectoria de estos. Se revisa su legalidad ante los entes de control competentes, su trayectoria en el mercado, en este punto se valora reconocimiento y posicionamiento en el mercado, años de experiencia, certificaciones de calidad, prácticas de responsabilidad social, cuidado al medio ambiente, impactos en la localidad.

**e. Experiencia y capacidad financiera de contratistas**

Se analizará la experiencia y capacidad financiera de contratistas, al objeto de evaluar si éstos cumplen con las características necesarias para construir la obra de acuerdo con el presupuesto contemplado. En el análisis de la experiencia de contratistas se considerará determinante que éstos sean de reconocido prestigio y que tengan experiencia en obras similares. Este aspecto está asociado a posibles problemas para obtener los recursos necesarios para atender la demanda de liquidez que requiere el proyecto para continuar con el avance de obra en los tiempos programados. PCR podría, de considerarlo necesario, realizar análisis de sensibilización de las diferentes variables; así como la diversificación en las fuentes de financiamiento de los proyectos como la preventa, el aporte que realizan las entidades que participan, estudios realizados, entre otros.

**f. Características de proyectos**

El análisis de la calidad de los inmuebles objetos de un proyecto se basa en las características de la propiedad y ubicación del inmueble, PCR podrá requerir el criterio experto de profesionales en ingeniería o carrera afines para contar con el aval técnico. La evaluación de siniestros incluye los riesgos originados por siniestros tales como: terremotos, inundación, erupción volcánica, aludes, huracanes, tsunamis, incendios, vandalismo, actos terroristas, entre otros.

PCR evalúa las características del inmueble, como factores determinantes para que el inmueble se mantenga en condiciones óptimas. Se considera condiciones de ingeniería y diseño, materiales de construcción; para lo cual se puede recurrir al criterio de un experto. Se valora: diseño, luminosidad, distribución del espacio, plan de administración y mantenimiento del inmueble. Dentro de las condiciones y normas de seguridad se evalúa: sistemas de evacuación, alarmas de incendios, sistema de aclimatación, diseño y dinámica del sistema hídrico.

---

deteriorarse. Las calificaciones de financiamiento estructurado u otras categorías diferentes a emisión de deuda, solvencia (fortaleza) financiera, son válidas sólo las otorgadas por PCR incluida las perspectivas.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 19/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

**g. Localización de proyectos**

Se evalúa la ubicación geográfica del proyecto, la accesibilidad o prestaciones de la zona, los beneficios de la ubicación para el proyecto. Se considera también, las condiciones socioeconómicas que ofrece la ubicación del inmueble, esto permite identificar el perfil de los arrendatarios, inquilinos o futuros compradores. Desde su diseño se debería haber considerado todos estos factores para definir: mercado objetivo, cánones de arrendamiento, proyección de ingresos, zonas de impacto económico.

La evaluación para este tipo de factores está asociada a la zona geográfica en que está o se desarrolla el inmueble, y a los cambios que puede enfrentar ese lugar. Determinadas zonas pueden sufrir la pérdida de la plusvalía del sector, el deterioro de la infraestructura, la disminución de la demanda por desarrollos, etc.

Para evaluar este factor, se requerirá los estudios de mercado, estudios de factibilidad y otros estudios técnicos, que procuren identificar una localización adecuada para el proyecto.

**h. Atrasos en la construcción de proyectos**

PCR evalúa los atrasos que se puedan presentar por causas imprevistas en las distintas etapas del desarrollo de un proyecto. Estos atrasos pueden tener diversos orígenes, como, por ejemplo: errores en los estudios o estimaciones de tiempo de culminación, inconvenientes o incumplimientos de proveedores y contratistas, escasez general de materiales, factores climáticos o naturales, contratiempos en la gestión de permisos, entre otros.

**i. Características y concentración en la demanda inmobiliaria**

Este factor está vinculado a la posibilidad de que una vez concluido el proyecto no se pueda vender o alquilar debido a las condiciones que presente el mercado inmobiliario, las preferencias de los compradores o inquilinos que se esperan para el inmueble, entre otros, impidiendo alcanzar las expectativas del fondo.

PCR evaluará los estudios de factibilidad que las instituciones involucradas en el proyecto hayan realizado, para determinar el grado de aceptación del proyecto, y revisará los principales indicadores económicos del país en el que se está desarrollando el proyecto Inmobiliario.

**j. Obtención de permisos y autorizaciones de las instituciones competentes**

PCR evaluará el proceso y obtención de la aprobación de los permisos que se necesitan para el funcionamiento del proyecto por parte de las autoridades gubernamentales, como por ejemplo los permisos ambientales, municipales, entre otros.

**k. Seguros y garantías de proyectos**

Se analizará la existencia de mecanismos de resguardo contra los riesgos de construcción, financiamiento y funcionamiento del proyecto.

PCR valora positivamente la existencia de pólizas de seguro que garanticen el inmueble. Se observa las condiciones de las pólizas, la entidad aseguradora que emite dicha política y la instrumentalización legal para hacer efectiva la póliza en caso de siniestros. Es importante mencionar que cada uno de estos factores depende del tipo de inmueble que se trate: oficinas, bodegas, locales comerciales.

**l. Otros elementos para considerar**

Adicionalmente, la Calificadora indaga en los riesgos producidos por una mala gestión del originador o entidad que cede el activo, como puede ser: concentración de créditos, concentración de ventas, diversificación geográfica, problemas de pagos, etc. Para el caso de titularizaciones de cartera, un elemento adicional que se debe considerar es el “spread” o margen promedio de los créditos que conforman el activo de respaldo respecto de las tasas vigentes. Mientras mayor sea este spread, mayor es la probabilidad de prepago y dependerá de la estructura de la emisión el riesgo asociado a este fenómeno.

También se debe estudiar la existencia de seguros de desgravamen, contra incendios y terremotos. El seguro de desgravamen es totalmente necesario, los otros dos podrían obviarse a costa de un mayor riesgo asociado.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 20/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

### **Calificación preliminar de los factores cualitativos**

Sobre la base de los factores determinados previamente se procede a una calificación preliminar de los activos titulizados. Para este fin se determinan cuatro niveles asociados a los factores cualitativos a fin de ordenar el conjunto de factores analizados de mejor a peor.

### **Análisis de factores cuantitativos**

El análisis cuantitativo tiene como objetivo determinar la probabilidad de que los flujos de caja generados por los activos de respaldo sean suficientes para pagar los intereses y amortizaciones de la deuda emitida, en las condiciones pactadas en el contrato de emisión.

Se debe establecer una matriz de ingresos y egresos para cada período. Los flujos positivos corresponden a los pagos efectivos esperados de los activos de respaldo, considerando una determinada volatilidad; a los ingresos por las liquidaciones de garantías, cuando corresponda; a los flujos generados por la manutención de excedentes temporales en el patrimonio autónomo; y al valor del sobre colateral, cuando corresponda. Por su parte, los flujos negativos corresponden a los distintos costos que debe incurrir el emisor a cuenta del patrimonio autónomo.

Para cada grupo de activos se aplica las medidas de “stress” o tensiones adecuadas para la categoría de riesgo deseada. En el caso de activos de crédito, estas medidas de tensión corresponden fundamentalmente a la morosidad (cesación de pagos) acumulada.

En los escenarios de “stress”, consideraremos la desviación estándar para la construcción del escenario optimista y el escenario pesimista.

Para que una determinada estructura obtenga la calificación de riesgo a la que está optando, deberá ser capaz de poder pagar todas sus obligaciones contractuales, tanto en el escenario normal, sin morosidad ni pérdidas en el valor de las garantías, como en el escenario de tensión asociado a esa categoría de riesgo, sin necesidad de apoyarse en el patrimonio común.

### **Fideicomiso**

PCR evaluará:

- Racionalidad de los flujos proyectados,
- Consistencia de la estructura financiera con la legal,
- Legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo,
- Cobertura y mecanismos de garantía, y

Los indicadores de la situación del fideicomiso son:

- Cobertura de gastos financieros: relación entre el flujo proveniente de los activos y los gastos financieros,
- Estabilidad de la cobertura de gastos financieros: determinación de la variabilidad esperada del índice de cobertura utilizado,
- Calces de flujos: análisis de la relación entre ingresos y egresos de la caja del emisor para períodos considerados como razonables.

En el análisis de los valores provenientes de procesos de titularización, cuyo originador sea una empresa en la cual más del 50% de sus ingresos provengan de operaciones de arrendamiento financiero, se dará especial importancia al análisis de factores tales como:

- Diversificación de las inversiones en arrendamiento financiero por activos adquiridos: análisis de la proporción de las inversiones en distintos activos, tales como, maquinarias, vehículos, equipos computacionales, edificios, etc. Para determinar el riesgo del indicador deberá también tenerse en cuenta el riesgo de obsolescencia tecnológica, mercado de reventa de los equipos, etc.
- Diversificación por sector económico: análisis del riesgo incurrido por la empresa producto de una mayor concentración en sectores riesgosos, ya sea por la situación económica de dichos sectores o su vulnerabilidad frente a cambios económicos, políticos, etc.
- Diversificación por número de deudores: análisis de la proporción de deudas que tienen los distintos clientes de la empresa con el objeto de detectar deudores o grupos económicos que, por su importancia relativa, pudieran afectar a la compañía.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 21/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

- Diversificación por arrendamiento financiero y operacional: análisis de la proporción de las inversiones destinadas a leasing financiero y operacional. Subcontratación de la mantención o mantención directa.
- Porcentaje de contratos de arrendamiento que son producto de operaciones de *leaseback*.

Lo anterior será complementado con un análisis de sensibilidad de los indicadores que puedan ser afectados por la concurrencia de eventos negativos para el originador tales como variaciones en las tasas de interés, variaciones en el tipo de cambio, etc. Con todo, para la calificación definitiva de la situación financiera del emisor se determinará la variabilidad de ésta en función del comportamiento histórico de los distintos indicadores.

#### **Evaluación de conflictos de interés entre participantes de procesos de titularización**

La evaluación de posibles conflictos de interés que pudieran surgir entre los participantes de procesos de titularización consiste en la revisión de políticas para la identificación y administración de los conflictos de interés. Estas políticas incluyen las actuaciones entre los distintos participantes del proceso de titularización: originador, administrador de los activos subyacentes, representante de los tenedores de valores, así como de los sujetos que participan en el diseño, estructuración o colocación de la emisión de valores.

PCR evalúa que en el prospecto de emisión estén revelados los conflictos de interés existente, y de manera general, las políticas para la detección de nuevos conflictos de interés, entre los participantes del proceso de titularización, que se presenten y para la gestión de los conflictos identificados. Todos los actores del proceso de titularización deberían ser independientes, no mantener vinculaciones, directa o indirectamente, que sean significativas por propiedad o por administración que pudiera comprometer el desarrollo de la titularización.

En los casos de titularizaciones de flujos y de titularizaciones de cartera, los procesos de administración y de gestión de cobro de los activos sobre los cuales se genera el derecho de cobro deben ser independientes del riesgo del originador. La estructura de la calificación debe evitar que el cobro de la cartera, recaudación de flujos y traspaso de estos al fideicomiso dependan o sean responsabilidad del originador, de esta manera no existirá conflicto de interés que pudiera limitar el traspaso ordenado, en tiempo y forma, de los recursos necesarios para cubrir las obligaciones con los inversionistas. Esto se conoce como riesgo de “*commingle*” por su uso en idioma inglés.

Cuando PCR observe que de acuerdo con la estructuración de la titularización se pudiera generar alguno conflicto de interés, procederá a analizar con mayor profundidad la relación o vinculación entre los actores, para lo cual podrá solicitar más información que le permita establecer si existe o no vinculación directa o indirecta entre los participantes. De presentarse estos casos la evaluación de los accionistas y administrativos de cada uno de los participantes es sumamente importante. En este punto se evalúa tanto la estructura accionarial, así como la trayectoria y experiencia de cada uno de los miembros de la alta gerencia de cada una de las empresas involucradas en el proceso.

De esta manera se trata de identificar a los principales accionistas y administradores de los partícipes en el proceso para poder evaluar si la relación entre estos podría causar inconvenientes o limitar una actuación transparente y ordenada frente a los derechos de los inversionistas.

Cada caso para evaluar es particular, por lo que PCR deberá observar condiciones y características específicas de cada uno de los procesos. Esto se refiere, por ejemplo, en el caso de vinculación por propiedad, a los porcentajes de participación accionarial, pues de esto dependería el grado de incidencia que pudiera ocasionar conflictos de interés. Generalmente accionistas minoritarios tendrán muy baja capacidad de incidencia o de influencia en este tipo de procesos. PCR considera que cada caso es particular y aunque hubiera algún tipo de vinculación, esto no necesariamente generaría conflictos de interés.

Al evaluar este tipo de posibles conflictos de interés entre los partícipes de procesos de titularización, el grado de juicio requerido en el proceso de calificación aumenta y se ve impactado por la percepción que PCR tenga sobre la independencia que deben mantener entre si los partícipes para que las condiciones planteadas en la titularización se mantengan en tiempo y forma durante toda su vigencia.

Sería poco común que, de evidenciarse algún tipo de conflicto de interés, PCR no se pronuncie sobre el riesgo que esto implicaría. Dependiendo del grado de conflicto PCR podría limitar uno o dos *notches* la calificación asignada, incluso podría suceder que asigne notas a la titularización por debajo de grado de inversión. Si, PCR confirma que existen salvedades o disposiciones expresas en la titularización que establezcan limitantes o condicionantes explícitos para

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 22/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

prevenir cualquier desvío de recursos, PCR notificará su decisión con los argumentos y descargos suficientes en el momento de asignar la calificación de riesgo.

Título: Metodología de calificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (Guatemala)	Código: PCR-GT-MET-P-050	Versión: 02	Página: 23/23
---	-----------------------------	----------------	------------------

### **Categorías de calificación**

- Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) <sup>3</sup>

Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en periodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento.
	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

A las escalas de calificación de instrumentos de financiamiento estructurado se les añadirá como sufijo la letra "e" para resaltar que se trata de instrumento de alta complejidad.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive. Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo con la identificación asignada a cada mercado<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> En PCR se tiene establecidos código para cada metodología y categoría de calificación utilizada. Para Emisiones de mediano y largo plazo y de acciones preferentes (LP) es PCR-MET-P-520.

<sup>4</sup> La nomenclatura que se utiliza corresponde a la codificación internacional en base a la Norma ISO 3166-1 alfa-2, sistema de códigos de dos letras.