

# Reporte de calificación

---

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-13

**Comité Técnico:** 28 de septiembre de 2017  
**Acta número:** 1229

**Contactos:**  
**Luisa Fernanda Higuera Joseph**  
[luisa.higuera@spglobal.com](mailto:luisa.higuera@spglobal.com)

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-13

CALIFICACIÓN INICIAL			
Serie	Tips Pesos A N-13	Tips Pesos B-1 N-13	Tips Pesos B-2 N-13
Calificación	AAA	A-	BBB

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips Pesos A N-13 de contenido crediticio Tips Pesos B-1 N-13 de contenido crediticio Tips Pesos B-2 N-13 de contenido crediticio
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-13
Monto de la emisión	Tips Pesos A N-13 COP 314.184.500.000 Tips Pesos B-1 N-13 COP 31.771.600.000 Tips Pesos B-2 N-13 COP 7.060.400.000 Total COP 353.016.500.000
Fecha de emisión	Diciembre de 2016
Series y plazo	Tips Pesos A N-13; 120 meses con vencimiento en 2026 Tips Pesos B-1 N-13; 168 meses con vencimiento en 2030 Tips Pesos B-2 N-13; 180 meses con vencimiento en 2031
Tasa facial máxima	Tips Pesos A N-13: 8,37% Tips Pesos B-1 N-13: 10,11% Tips Pesos B-2 N-13: 11,00%
Pago de intereses	Tips Pesos A N-13: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B-1 N-13: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos B-2 N-13: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad TIPS N-13 conformada por los créditos No VIS (vivienda diferente a interés social) y VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos, los derechos sobre los seguros, los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de Cobertura Parcial de la Titularizadora Colombiana S. A. y cualquier otro derecho derivado de los Créditos Hipotecarios o de sus garantías.
Originadores	Banco Caja Social S.A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera	Banco Caja Social S.A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor del mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de tenedores	Helm Fiduciaria S.A.
Administrador de pagos	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.
Estructurador y administrador de la universalidad	Titularizadora Colombiana S. A.

### I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV en revisión periódica confirmó las calificaciones de deuda de largo plazo de 'AAA' de los Tips Pesos A N-13, de 'A-' de los Tips Pesos B-1 N-13 y de 'BBB' a los Tips Pesos B-2 N-13.

Las calificaciones se basan en el análisis de la calidad de la cartera titularizada, los mecanismos de cobertura de la emisión y en la calidad crediticia del emisor y administrador de la emisión, Titularizadora Colombiana.

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las series de la transacción Tips N-13 con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada una podría soportar sin incumplirles a los tenedores de los títulos. Este análisis evidenció que la capacidad de la estructura para resistir escenarios extremos de tensión es alta para las series más *senior* y adecuada para las series subordinadas en relación con las tasas de cartera vencida que históricamente han mostrado las cosechas de Tips Pesos N.

En la evaluación del activo subyacente, BRC consideró las siguientes características de la cartera titularizada:

- La relación VIS (vivienda de interés social) y No VIS (vivienda diferente a interés social)
- La edad y plazo de los créditos.
- La ubicación geográfica de los bienes inmuebles.
- La tasa promedio ponderada del portafolio.
- La relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o *loan to value* (LTV, por sus siglas en inglés), entre otras variables.

Para el caso de la transacción Tips N-13, estas características son consistentes con la cartera arquetipo que BRC ha definido como referencia para las transacciones que se respaldan en créditos hipotecarios.

Los mecanismos de cobertura de la emisión se fundamentan, entre otros factores, en el esquema de prioridad de pagos. Consideramos que este sistema de cascada de pagos constituye un instrumento eficaz para asignar los recursos destinados a atender las obligaciones y los gastos a cargo de la universalidad. La subordinación de pagos existente entre las clases A, B-1 y B-2 (en ese orden de prioridad) proporciona mayor cobertura para la clase A.

También evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la administración adecuada de la cartera por titularizar por cada originador o administrador, específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' asignada por BRC). El contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana mitiga el riesgo legal implícito en el proceso de titularización. Es importante señalar que el marco legal y regulatorio de la emisión es fundamental para el proceso de titularización. Este se deriva de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud de la cual los activos de la universalidad Tips Pesos N-13 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

BRC aplicó diversos escenarios de estrés para evaluar la capacidad de pago de la transacción. Estos incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria y un

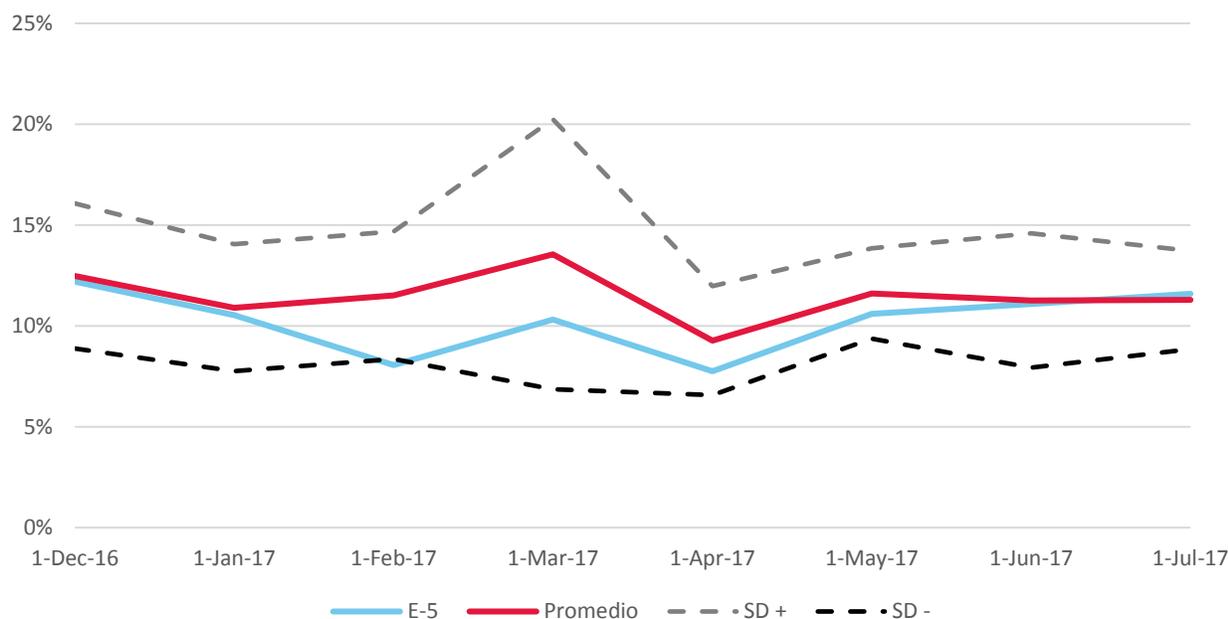
análisis de la dinámica de los títulos bajo nuestros supuestos actualizados de la tasa anualizada de prepago para los Tips Pesos N. Los resultados de estos escenarios indican que los flujos de caja de la cartera por titularizar son suficientes para atender la serie *senior*.

En la estructura de los Tips, el prepago se traslada automáticamente a los inversionistas porque se produce una disponibilidad de recursos adicionales para pagar a los tenedores de los títulos de la universalidad Tips N-13. De esta forma, el prepago produce una mayor disponibilidad de recursos para la clase A, en concordancia con el esquema de prioridad de pagos definido y el mecanismo de ajuste de balance. Este comportamiento, a pesar de generar riesgos de reinversión, reduce el riesgo crediticio para los inversionistas puesto que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

Las series subordinadas de la transacción Tips Pesos N-13 cuentan con niveles de cobertura superiores a los que generalmente se observaban en calificaciones iniciales de otras transacciones Tips N. Esto refleja una cobertura con colateral de al menos 100% que permite mitigar el riesgo de prepago frente a las series subordinadas que tradicionalmente estaban estructuradas con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos). Debido a esto, esta transacción en particular es más vulnerable a los saldos de la cartera vencida debido a la posibilidad de que estos aumenten lo suficiente para tener un impacto en la capacidad de pago de las series subordinadas.

En el Gráfico 1 observamos que la tasa de prepago promedio de los préstamos que componen el activo subyacente de los Tips Pesos N-13 es de 10,27%, menor que el promedio observado para toda la cartera de créditos que componen los Tips Pesos N 11,48%, en el mismo periodo (diciembre de 2016 a julio de 2017).

**Gráfico 1**  
Tasa de prepago anualizada promedio de los Tips Pesos frente a los Tips Pesos N-13. Diciembre 2016 – Julio 2017



## II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- Tips Pesos A N-13: Título *senior*. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura, con un plazo de 120 meses.
- Tips Pesos B-1 N-13: Título subordinado al pago de intereses y capital programado de Tips A, con un plazo de 168 meses.
- Tips Pesos B-2 N-13: Título subordinado al pago de intereses y capital de Tips B-1, con un plazo de 180 meses.

**Tabla 1. Estructura de la emisión Tips N-13**

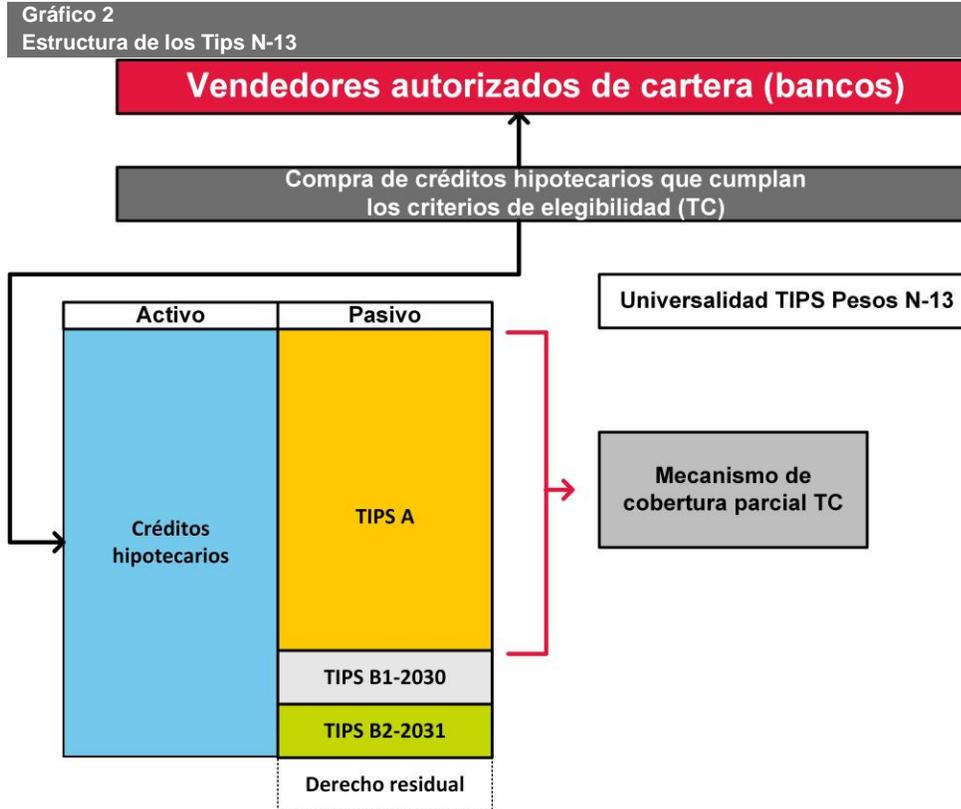
Clase	Serie	Tasa facial	Fecha de emisión: Diciembre de 2016 - COP	Revisión septiembre de 2017 – COP*
Tips A	N-13 A - 2026	8,37%	314.184.500.000	280.796.329.973
Tips B-1	N-13 B-1 - 2030	10,11%	31.771.600.000	31.771.600.000
Tips B-2	N-13 B-2 - 2031	11,00%	7.060.400.000	7.060.400.000
Total			353.016.500.000	319.628.329.973

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

\*Nota: Estas cifras corresponden a julio de 2017

El activo subyacente de la universalidad Tips N-13 lo conforman los créditos hipotecarios VIS y No VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos de la siguiente manera:

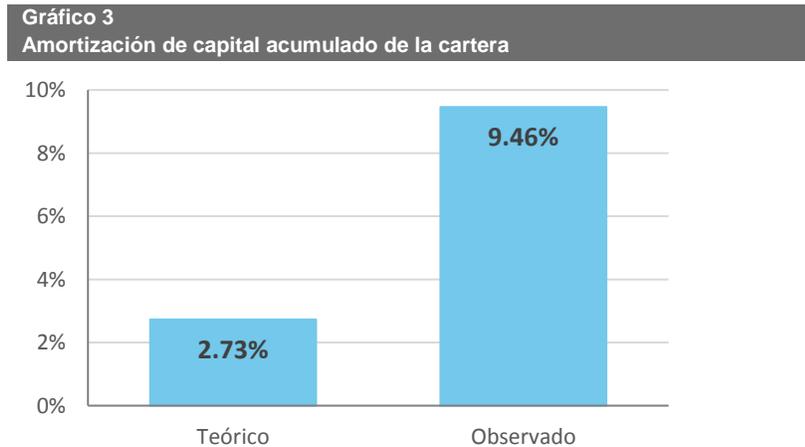
- Los derivados de los prepagos.
- La recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate.
- Las ventas de bienes recibidos en dación de pago (BRP).
- Los recaudos por remates a favor de terceros de garantías hipotecarias.
- Los saldos a favor en procesos de sustitución de créditos.
- Los pagos recibidos por concepto de recompra.
- Los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos.
- Los derechos sobre los seguros.
- Los activos o derechos derivados o relacionados con el contrato de mecanismo de cobertura parcial.
- Cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

### III. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE LA CARTERA TITULARIZADA

A julio de 2017, la amortización total de la emisión era de 9,46%, un nivel mucho más alto al pronosticado de 2,73% (ver Gráfico 3).



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a julio de 2017

Actualmente la cartera que respalda esta emisión se compone en su mayoría de créditos No VIS (86,87%), con niveles de LTV de 45,54% y únicamente en 13,13% por créditos VIS con un LTV promedio de 31,15%. No consideramos que el porcentaje de VIS represente un nivel de riesgo significativo dado el porcentaje de estos que cuentan con el beneficio FRECH (31,15%) y el adecuado nivel de maduración de 7,83 años puesto que este último, de acuerdo con nuestra opinión, disminuye el riesgo de prepago.

Geográficamente, la cartera se concentra en Bogotá (47%). Sin embargo, esto no representa un riesgo dado que es una zona de alta diversificación económica. A esta le siguen Cali (7%), Medellín (4%) y Barranquilla (4%) y el porcentaje restante corresponde a créditos originados y respaldados por activos en otras ciudades.

Consideramos que la cobertura FRECH sobre la tasa de interés incentiva el buen comportamiento del deudor y es favorable para la estabilidad del portafolio, ya que este pierde el subsidio si sus pagos al préstamo presentan mora por más de tres meses consecutivos y está limitado para realizar operaciones de venta de cartera o negociación de la tasa de interés.

### IV. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana se enfoca en implementar políticas y procedimientos de control interno para optimizar la eficiencia y eficacia en las operaciones, mejorar los procesos de generación de información financiera, el cumplimiento de la regulación aplicable, leyes, políticas y normas, y realizar una adecuada gestión de riesgo.

El comité de crédito da seguimiento a las contrapartes de las universalidades. Sus funciones son aprobar los criterios de selección de cartera por comprar, revisar periódicamente la calidad del activo subyacente de cada universalidad y la sustitución o recompra de cartera cuando sea necesario, y aprobar la metodología de los modelos de riesgo de crédito y los programas de normalización de activos que se utilicen en las carteras hipotecarias.

El administrador busca determinar las diferencias entre los procedimientos de los originadores y lo que la Titularizadora considera adecuado para cada titularización. Estos procesos han pasado por un periodo de afinamiento derivado de las emisiones y por los procedimientos de control implementados, que, en opinión de BRC, se ajustan a los requerimientos de un proceso de titularización. Por lo anterior, no se consideró necesaria la evaluación individual de cada uno de los bancos originadores.

*La entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Investor Services S.A. SCV.*

*BRC Investor Services S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, BRC Investor Services S.A. SCV revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por el calificado.*

*En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)*

*El análisis contenido en este documento se basa en la información contenida en los Términos y Condiciones de la emisión de la transacción Tips N-13 y en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos preparados por la Titularizadora Colombiana, en el portafolio de la cartera titularizada y en la evaluación por parte de BRC del comportamiento de los flujos de caja derivados de dicha cartera en diferentes escenarios de tensión.*

*Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co) o bien, haga clic [aquí](#).*

### V. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)

---

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

---