

# Reporte de calificación

---

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-15

**Comité Técnico:** 10 de septiembre de 2020  
**Acta número:** 1794

**Contactos:**  
**Lina Vélez**  
[lina.velez@spglobal.com](mailto:lina.velez@spglobal.com)

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

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-15

REVISIÓN PERIÓDICA				
Serie	Tips Pesos A N-15	Tips Pesos B N-15	Tips Pesos Mz N-15	Tips Pesos C N-15
Calificación	AAA	BBB	BB+ Rev. Esp. Neg.	BB- Rev. Esp. Neg.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips Pesos A N-15 de contenido crediticio Tips Pesos B N-15 de contenido mixto Tips Pesos Mz N-15 de contenido mixto Tips Pesos C N-15 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-15
Monto de la emisión	Tips Pesos A N-15 COP 400.934.200.000 Tips Pesos B N-15 COP 45.789.200.000 Tips Pesos Mz N-15 COP 6.700.900.000 Tips Pesos C N-15 COP 2.233.700.000 Total <b>COP 455.658.000.000</b>
Fecha de emisión	Junio de 2017
Series y plazo	Tips Pesos A N-15; 120 meses con vencimiento en 2027 Tips Pesos B N-15; 180 meses con vencimiento en 2032 Tips Pesos Mz N-15; 180 meses con vencimiento en 2032 Tips Pesos C N-15; 180 meses con vencimiento en 2032
Tasa facial máxima	Tips Pesos A N-15: 6,90% Tips Pesos B N-15: 10,25% Tips Pesos Mz N-15: 12,50% Tips Pesos C N-15: 15,00%
Pago de intereses	Tips Pesos A N-15: Mes vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B N-15: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz N-15: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos C N-15: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad Tips Pesos N-15 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. Itaú Corpbanca S.A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera	BCS S. A. Itaú Corpbanca S.A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de los tenedores	Fiduciaria Colpatria 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 confirmó en revisión periódica las calificaciones de deuda de largo plazo de 'AAA' de los Tips A N-15, de 'BBB' de los Tips B N-15, de 'BB+' de los Tips Mz N-15 y bajó la calificación de los Tips C N-15 a 'BB-' de 'BB'; a estas últimas dos series le asignó el estatus de Revisión Especial (CreditWatch) negativo.

La baja en la calificación de los Tips Pesos C N-15 se fundamenta principalmente en la reducción del nivel de cobertura debido al incremento en la cartera vencida y a la reducción del flujo de caja percibido por la universalidad producto de la coyuntura, lo cual ha disminuido los niveles de frecuencia de incumplimiento y severidad de la pérdida que son capaces de soportar estas series.

Asignamos el estatus de Revisión Especial (CreditWatch) Negativo a los Tips Pesos Mz y C N-15 debido al impacto en la generación de flujo de caja que respalda el pago de estos títulos, producto de las medidas que han implementado las entidades financieras con el fin de atender las consecuencias económicas de la pandemia de COVID-19.

Un elemento adicional que podría afectar la capacidad de pago de los títulos es el posible incremento de la cartera vencida producto de la expectativa de desaceleración económica del país. De acuerdo con las proyecciones más recientes de S&P Global Ratings, el producto interno bruto (PIB) de Colombia se reduciría hasta 5,0% al cierre de 2020; sin embargo, esta proyección podría cambiar en la medida en que la pandemia se prolongue y la velocidad de recuperación de la economía sea menor a la esperada.

Dado que aún es prematuro calcular los efectos de los aspectos mencionados y la magnitud de las medidas que pudiera implementar la titularizadora, daremos seguimiento al desempeño del portafolio en los siguientes tres meses. Así, en caso de que la generación de flujo esté comprometida de forma importante o la calidad de la cartera sea vea altamente afectada, podríamos considerar ajustar la calificación a la baja.

Las acciones de calificación se fundamentan en el análisis de la calidad de la cartera titularizada y en nuestra opinión sobre los niveles de protección crediticia con las que cuenta la transacción en forma de sobrecolateralización, margen financiero y excedentes de liquidez, los cuales, combinados con nuestros supuestos de frecuencia de incumplimiento y de severidad de la pérdida, soportan los escenarios de estrés correspondientes a sus actuales niveles de calificación.

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 (LTV, por sus siglas en inglés para *loan to value*), entre otras variables.

Los niveles de calificación incluyen el desempeño que ha mantenido la cartera titularizada. De acuerdo con los reportes de Titularizadora Colombiana a julio de 2020, la cartera que respalda la emisión presentó un nivel de cartera vencida (morosidad mayor a 90 días, calculada como el porcentaje sobre el saldo inicial del portafolio) de 2,46%. Aunque el nivel continúa siendo relativamente bajo, observamos que es mayor al promedio que registran los Tips N pesos de 2,02% a la misma altura de vida de 38 meses.

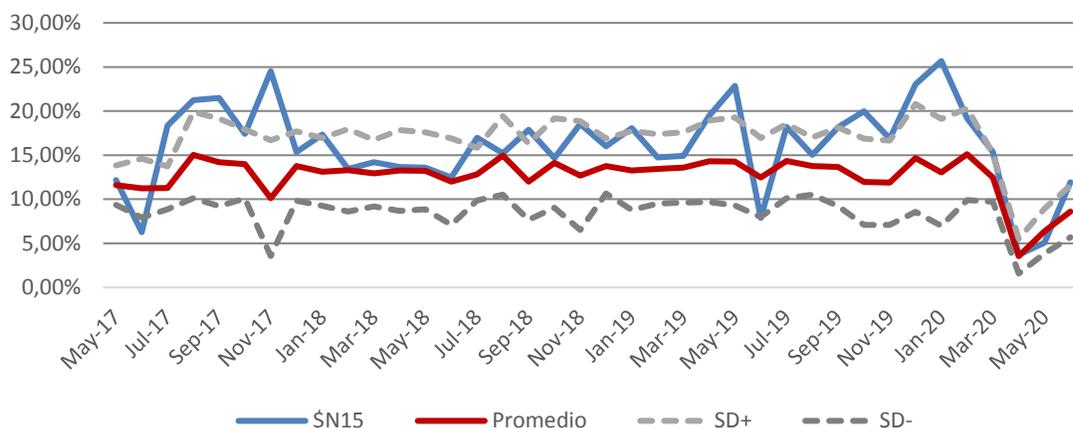
También evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la administración adecuada de la cartera por titularizar por cada originador o administrador, específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' asignada por BRC). El contexto regulatorio 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-15 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

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-15. 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 Mz y Tips C N-15 se estructuraron con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos). Como parte de la metodología de calificación, en el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos un promedio de las tasas de prepago que han presentado históricamente las emisiones en pesos. Así, el resultado muestra que las series subordinadas podrían ser más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado y al efecto que estas generen en los índices de prepago. En el Gráfico 1 observamos que, desde su emisión, la transacción ha presentado un nivel de prepago promedio mayor (16%) al del promedio de los Tips N (13%) en ese mismo rango de fechas (mayo 2017 – junio 2020).

En nuestra opinión, el nivel de prepago ha sido alto y, de mantenerse, podría reducir la capacidad de pago de la serie subordinada. Es importante resaltar que, aunque nuestro escenario de estrés para las series subordinadas estima un nivel de prepago mayor y nos permite confirmar las calificaciones de estas, daremos especial seguimiento al comportamiento de la transacción.

**Gráfico 1**  
Tasa de prepago anualizada promedio de los Tips Pesos N frente a los Tips Pesos N-15.  
Mayo 2017 – junio 2020



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

## II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cinco clases de títulos:

- Tips A N-15: 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 B N-15: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses.
- Tips Mz N-15: Título subordinado a las otras dos clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.
- Tips C N-15: Título subordinado a las otras tres clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.

**Tabla 1. Estructura de la emisión Tips pesos N-15**

Clase	Serie	Tasa facial	Fecha de emisión: Junio de 2017 -COP	Amortización a julio 2020	Exceso de colateral		
					Jul-20	Mar-20	
Tips A	N-15	A – 2027	6,90%	400.934.200.000	148.517.177.659	26,07%	26,12%
Tips B	N-15	B – 2032	10,25%	45.789.200.000	45.789.200.000	2,84%	4,27%
Tips Mz	N-15	Mz – 2032	12,50%	6.700.900.000	6.700.900.000	-0,56%	1,07%
Tips C	N-15	C – 2032	15,00%	2.233.700.000	2.233.700.000	-1,69%	0,01%
Total				<b>455.658.000.000</b>	203.240.977.659		

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Cálculos: BRC

\* Exceso de colateral Tips A = 1 - (Saldo Tips A / Activo total)

\*\* Exceso de colateral Tips B-1 = 1 - (Saldo Tips A + Tips B / Activo total)

\*\*\*\* Exceso de colateral Tips Mz = 1 - (Saldo Tips A + Tips B + Tips Mz / Activo total)

\*\*\*\*\* Exceso de colateral Tips C = 1 - (Saldo Tips A + Tips B + Tips Mz + Tips C / Activo total)

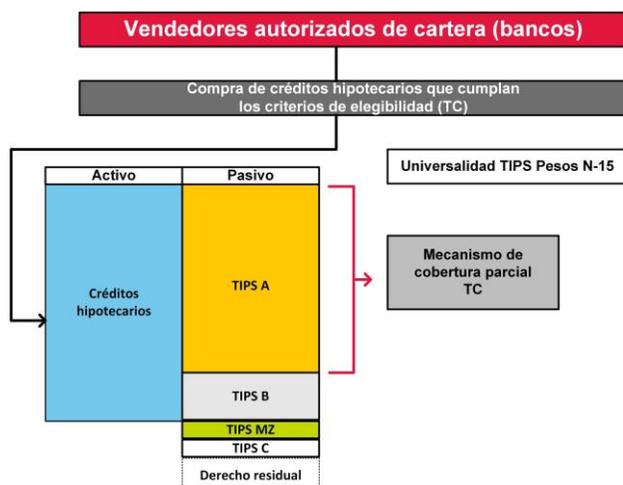
Activo Total: Total Portafolio – créditos con más de 90 días en mora + excedentes de liquidez de julio 2020.

El activo subyacente de la universalidad Tips N-15 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

**Gráfico 2**

**Estructura de los Tips PESOS N-15**

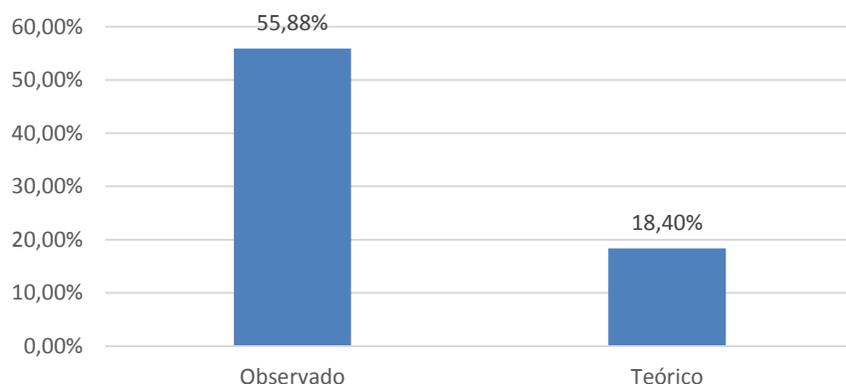


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

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

A junio de 2020, el 55,88% del capital de la cartera (vigente – con mora menor de 90 días más las reservas de efectivo) se había amortizado, frente al pronosticado de 18,40% (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3**  
Amortización de capital acumulado de la cartera



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a julio de 2020

A pesar de la amortización de la serie más senior, no observamos cambios significativos en la composición del portafolio de activos subyacentes frente a su revisión anterior. La composición por monto VIS – NO VIS sigue siendo del 6% y 94%, respectivamente y el LTV con una leve disminución (32% frente a 33% en RP20). Adicionalmente, los créditos cuentan con una madurez aproximada de cinco años y un plazo restante promedio de 10 años, periodos que se encuentran en línea con los registrados en otras transacciones pares.

La diversificación geográfica de la cartera titularizada continúa siendo adecuada. El mayor porcentaje se concentra en Bogotá (38%) y a esta le siguen Cali (6%) y Bucaramanga (5%). El porcentaje restante corresponde a créditos originados y respaldados por activos en otras ciudades.

## 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 gestión de riesgo adecuada.

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 consideramos 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 Pesos N-15 y en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos N-15 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.*

---