

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-9

Revisión Extraordinaria

BRC INVESTOR SERVICES S. A. SCV	Tips Pesos A N-9	Tips Pesos B N-9	Tips Pesos Mz N-9	Tips Pesos C N-9
TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N – 9	AAA (Triple A)	BBB (Triple B)	BB- (Doble B menos)	CCC (Triple C)

El análisis en este documento se basó en la información contenida en los Términos y Condiciones de la emisión de Tips Pesos N-9, así como en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos N-9, en el portafolio de la cartera a titularizar y en la evaluación por parte de BRC Investor Services del comportamiento de los flujos de caja derivados de la cartera en diferentes escenarios de tensión.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	Títulos de Contenido Crediticio Tips Pesos A N-9, B N-9 y Mz N-9 Títulos de Contenido Mixto Tips Pesos C N-9
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-9
Monto Emisión:	Hasta por \$506.711.800.000
Clases:	Tips Pesos A N-9, Tips Pesos B N-9, Tips Pesos Mz N-9 y Tips Pesos C N-9
Series y Plazo:	A 2024: 120 meses B 2029: 180 meses Mz 2029: 180 meses C 2029: 180 meses
Tasa Facial Máxima:	Tips Pesos A N-9: 7% Tips Pesos B N-9: $\text{Min}\{9,8\%; 8,00\% + 3,0 \times [7,0\% - (\text{Tasa Resultante de la Subasta TIPS A})]\} + 3,0 \times \text{Max}\{0; 6,2\% - (\text{Tasa Resultante de la Subasta TIPS})\}$ Tips Pesos Mz N-9: 11,0% Tips Pesos C N-9: 12,5%
Pago de Intereses:	Tips Pesos A N-9: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B N-9: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz N-9: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos C N-9: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo Subyacente:	Universalidad Tips Pesos N-9 conformada por los Créditos NO VIS (Vivienda diferente a Interés Social) 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:	BSC Davivienda S. A.
Administradores de la Cartera:	BSC Davivienda S. A.
Proveedor Mecanismo de Cobertura Parcial:	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante Legal de Tenedores:	Pendiente
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores Deceval S. A.

1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV otorgó la calificación de **AAA** a los Tips Pesos A N-9, de **BBB** a los Tips Pesos B N-9, **ambas en grado de inversión**; y de **BB-** a los Tips Pesos Mz N-9 y **CCC** a los Tips Pesos C N-9, éstas dos últimas en **grado de no inversión**.

La asignación de las calificaciones está fundamentada en los mecanismos internos de cobertura contemplados en la estructura de la emisión, en las características de la cartera a titularizar, en la estructura particular en lo relacionado con las prioridades de pago y en la calidad del emisor y administrador de la emisión: Titularizadora Colombiana.

El análisis de la calidad de la cartera a titularizar efectuado bajo la óptica de la pérdida esperada del portafolio¹ evidenció la capacidad de la estructura para soportar escenarios de tensión extremos en los niveles requeridos para las calificaciones asignadas a cada clase de título. BRC efectuó un análisis por separado para los Tips Pesos A N-9, Tips Pesos B N-9, Tips Pesos Mz N-9 y Tips Pesos C N-9, con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada serie está en capacidad de asumir, sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores de los títulos.

En la evaluación del activo subyacente de la presente emisión, BRC Investor Services consideró las características de la cartera a titularizar en cuanto a: 1) La antigüedad de los créditos; 2) El plazo; 3) Las moras presentadas en pagos de intereses y capital; 4) La ubicación geográfica de los bienes inmuebles; 5) La existencia de seguros de catástrofe; y 6) La relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o *Loan to Value*² (LTV), entre otras variables. Estas características son consistentes con los criterios de selección de la cartera y en especial con el *Benchmark Pool*³ que la Calificadora ha definido para un portafolio de cartera hipotecaria.

La calificadora evaluó las políticas y los procedimientos relacionados con la adecuada administración de la cartera a titularizar por parte de cada originador y/o administrador, y específicamente de Titularizadora Colombiana en su calidad de administradora de la emisión.

Los mecanismos internos de cobertura de la emisión se fundamentan en el esquema de prioridad de pagos para la atención de cada tipo de títulos y los compromisos de carácter administrativo de la universalidad Tips Pesos N-9. La subordinación de pagos existente entre las clases A, B, Mz y C, en ese orden de prioridad, proporcionan un mayor nivel de cobertura para la clase A. El sistema de cascada implementado a través del Ajuste de Balance de Capital Requerido entre el valor del activo productivo de la universalidades Tips N-9 frente al pasivo Tips-Pesos A/ Tips-Pesos B, constituye un instrumento eficaz en la asignación de la disponibilidad de los recursos destinada a la atención de las obligaciones y de los gastos a cargo de la universalidad.

Los mecanismos externos de cobertura provienen del Mecanismo de Cobertura Parcial otorgado por la Titularizadora Colombiana a los Tips Pesos A, destinado a cubrir parcialmente los defectos del

flujo recaudado⁴; lo cual constituye una fuente de liquidez para la estructura. La garantía para los Tips Pesos A corresponde al 1% del saldo vigente de estos títulos.

Las calificaciones ponderan positivamente el Mecanismo de Reducción de Tasas el cual tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago que resultan de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado. Consiste en un instrumento de cobertura donde la Titularizadora, por conducto de los administradores autorizados, está facultada dentro de las condiciones estipuladas en el prospecto de los TIPS Pesos N-9, para reducir las tasas de interés de los créditos hasta una tasa límite de 10%, sin tener que sacarlos de la Universalidad.

Según estudios realizados por Titularizadora Colombiana sobre el comportamiento de créditos hipotecarios con subsidio a la tasa de interés FRECH⁵, se puede inferir una evolución adecuada del índice de calidad para este tipo de créditos. El 27,84% del valor del portafolio total está conformado por créditos con cobertura a la tasa de interés.

Los diversos escenarios de estrés realizados por la Calificadora incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria⁶. El portafolio contiene 3.925 créditos con una tasa mayor al 10% lo cual representa el 89% del monto total de la cartera a titularizar. Se consideraron diferentes niveles de prepago como escenarios de tensión en los que se incluyó un análisis de la dinámica de los títulos teniendo en cuenta el promedio de la tasa anualizada de prepago, tanto de los créditos cubiertos como de los no cubiertos por el beneficio FRECH, que conforman el activo subyacente de las emisiones vigentes de Tips Pesos, entre otros niveles de prepago considerados por BRC.

Es importante precisar que la estructura de los Tips Pesos N-9 fue sometida a escenarios de *stress*⁷ de tal forma que los flujos de caja de la cartera a titularizar mostraron ser suficientes para la atención de las series más *senior*. En la estructura de los Tips el prepago se traslada automáticamente a los inversionistas porque se produce una disponibilidad de recursos adicionales para la universalidad Tips Pesos N-9, con la que se efectúan pagos a los tenedores de los títulos.

¹ La pérdida esperada indica el valor total de pérdida esperada de un portafolio de la cartera a titularizar, que tiene en cuenta el nivel de incumplimiento del portafolio y el porcentaje de la pérdida total de los créditos.

² El LTV es la relación entre el saldo del capital del crédito y el valor comercial del activo, en un momento dado del tiempo.

³ El *Benchmark Pool* contiene las características y condiciones que deberían cumplir los créditos hipotecarios para hacer parte de un portafolio titularizado.

⁴ La garantía se estructura como un mecanismo de liquidez rotativo para proveer recursos a la universalidad Tips Pesos para cubrir total o parcialmente los Defectos del Flujo Recaudado. Los Repagos del Saldo Utilizado del Mecanismo de Cobertura Parcial y de los intereses correspondientes se efectuarán en pesos colombianos en las fechas de pago o en la fecha de prepago de la emisión hasta completar su repago total, con sujeción a lo dispuesto en el del reglamento.

⁵ Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria

⁶ En forma generalizada e inmediata una vez colocada la emisión.

⁷ Modificando los niveles de *defaults* y de prepagos.

De esta forma, el prepago produce una mayor disponibilidad de recursos para la clase A y B 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, implica una reducción del riesgo crediticio para los inversionistas en la medida que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

Teniendo en cuenta las características de cobertura de los Tips Pesos Mz N-9 y Tips Pesos C N-9 y la subordinación del pago de éstos a los de los Tips A y B, están expuestos a un mayor riesgo de crédito por un incremento en la pérdida esperada o en el nivel de prepagos del activo subyacente. Dado que las series Mz y C se han estructurado con base en el exceso en *spread*⁸, un alto índice de prepago afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar estos títulos, lo cual se refleja en las calificaciones asignadas. Como parte de la metodología de calificación, en el escenario de estrés para los títulos subordinados se utilizó un promedio ponderado de las máximas tasas de prepago de los créditos⁹ presentadas en las emisiones N en los últimos 24 meses, lo cual tuvo como resultado que los títulos Mz y C tienen una vulnerabilidad considerable frente al comportamiento de la tasa asignada por el regulador debido a la posibilidad de que los deudores que componen el portafolio tengan mayores oportunidades de prepago.

Por lo tanto, los actuales niveles de prepago y el robustecimiento del mecanismo para mitigar su impacto han sido incorporados dentro del análisis de los títulos de tal forma que las calificaciones mantengan consistencia con su capacidad de pago.

El riesgo legal implícito en el proceso de titularización se encuentra mitigado por el contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana y de su proceso mismo. Es importante señalar que el marco legal y regulatorio de la emisión, derivado de la expedición de la Ley 546 de 1999 en virtud del cual los activos de la universalidad Tips Pesos N-9 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores, es fundamental para el proceso de titularización.

2. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

✚ Tips Pesos A N-9: título *senior*. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura.

⁸ Diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos.

⁹ Promedio ponderado de las tasas de prepago de los créditos con y sin cobertura Frech, teniendo en cuenta la participación de cada portafolio.

✚ Tips Pesos B N-9: título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses.

✚ Tips Pesos Mz N-9: 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 Pesos C N-9: título subordinado a las otras tres clases y cuyo activo subyacente, al igual que el de los Mz, lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.

Tabla No. 1. Estructura de la emisión Tips Pesos N-9

		Tasa Facial	Valor títulos*	Participación Portafolio
TIPS Pesos A N-9	A 2024	7,00%	445.405.900.000	88%
TIPS Pesos B N-9	B 2029	Min{9,8%; 8,00% + 3,0 x [7,0% - (Tasa Resultante de la Subasta TIPS A)]} + 3,0 x Max{0; 6,2% - (Tasa Resultante de la Subasta TIPS)	55.050.200.000	10,9%
TIPS Pesos Mz N-9	Mz 2029	11,00%	3.753.400.000	0,7%
TIPS Pesos C N-9	C 2029	12,50%	2.502.300.000	0,5%
Total			506.711.800.000	98,77%..

*Nota: Los valores que se observen hasta la fecha de emisión podrán presentar cambios respecto a los registrados en la tabla No.1 debido a que las carteras de créditos hipotecarios son dinámicas. No obstante, la participación del portafolio de créditos, en la fecha de colocación, deberá ser igual al que muestra dicha columna de la tabla No 1.

**Corresponde al valor total de la emisión Tips Pesos N-9 sobre el valor actual del portafolio de créditos que componen el activo subyacente.

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

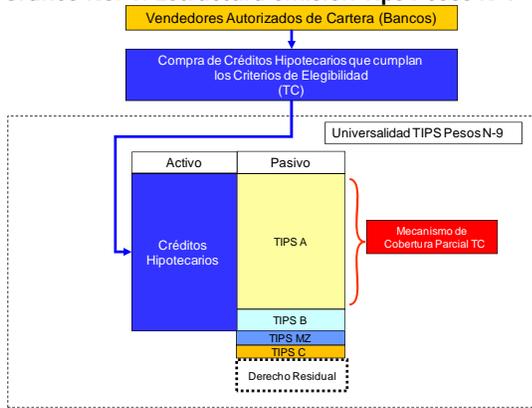
El activo subyacente de la universalidad Tips Pesos N-9 está conformado por los créditos hipotecarios No VIS¹⁰ con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos: 1) Los derivados de los prepagos; 2) La recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate; 3) La ventas de Bienes Recibidos en Dación de Pago (BRP), 4) Los recaudos por remates a favor de terceros de garantías hipotecarias; 5) Los saldos a favor en procesos de sustitución de créditos; 6) Los pagos recibidos por concepto de recompra; 7) Los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos; 8) Los derechos sobre los seguros; 9) Los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de

¹⁰ Vivienda diferente a Interés Social.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Cobertura Parcial; y 10) Cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

Gráfico No. 1. Estructura emisión Tips Pesos N-9



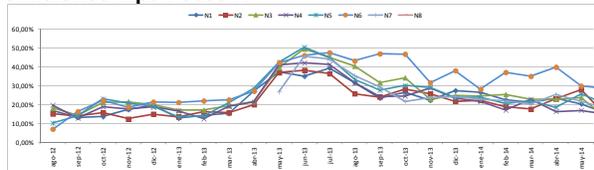
Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

3. PORTAFOLIO DE CARTERA A TITULARIZAR

La estructura cuenta con un Mecanismo de Reducción de Tasas en la que Titularizadora Colombiana está facultada para reducir las tasas de interés de los créditos y para negociarlas hasta una tasa límite de 10% sin tener que sacarlos de la universalidad. Esta herramienta tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago que resultan de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento del prepago para las emisiones Tips Pesos N, cuyo promedio de los últimos 24 meses¹¹ fue de 24,62% y el valor máximo registrado de 50,35%.

Gráfico No. 2. Tasa promedio de prepago anual emisiones Tips Pesos N



Fuente: Titularizadora Colombiana

La cartera a titularizar corresponde únicamente a NO VIS. Los originadores involucrados en este proceso de titularización son BSC y Banco Davivienda, con participaciones de 50% cada uno.

El promedio ponderado del *Loan to Value* actual de la cartera de acuerdo al monto del crédito es de 50,38%. Es de destacar que en la medida en que este indicador sea

¹¹ Con corte a Junio de 2014.

menor, mayor es el colateral del préstamo al contar con suficientes recursos para cubrir el crédito hipotecario y los costos originados en la toma de posesión del activo.

Finalmente, en cuanto a la diversificación geográfica de la cartera a titularizar el 53% de su valor se encuentra concentrado en inmuebles ubicados en Bogotá, el 4% en Medellín, el 4% en Cali, y el porcentaje restante está representado por activos situados en otras ciudades del país.

4. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana se enfoca en implementar políticas y procedimientos de control interno que propenden por la optimización de la eficiencia y eficacia en las operaciones, el mejoramiento de los procesos de generación de información financiera, el cumplimiento de la regulación aplicable, leyes, políticas y normas, y la realización de una adecuada gestión de riesgo.

El comité de crédito realiza monitoreo 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 y/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 existentes entre los procedimientos de los originadores y lo que Titularizadora ha definido como deseable y 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 la Calificadora se ajustan a los requerimientos de un proceso de titularización. Por lo anterior, no se consideró necesaria la evaluación individual y particular de cada uno de los bancos originadores.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO

Esta calificación se aplica a instrumentos de deuda con vencimientos originales de más de un (1) año. Las escalas entre AA y CC pueden tener un signo (+) o (-), que indica si la calificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior, respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

■ Grados de inversión

ESCALA	DEFINICIÓN
AAA	La calificación AAA es la más alta otorgada por BRC, lo que indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente fuerte.
AA	La calificación AA indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en la máxima categoría.
A	La calificación A indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.
BBB	La calificación BBB indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, los emisores o emisiones con esta calificación son más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.

■ Grados de no Inversión o alto riesgo

ESCALA	DEFINICIÓN
BB	La calificación BB indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es limitada. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una menor probabilidad de incumplimiento en comparación con aquellos calificados en categorías inferiores.
B	La calificación B indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es baja. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una considerable probabilidad de incumplimiento.
CCC	La calificación CCC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una alta probabilidad de incumplimiento.
CC	La calificación CC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una probabilidad muy alta de incumplimiento.
D	La calificación D indica que el Emisor o Emisión ha incumplido con sus obligaciones financieras.
E	La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente para calificar.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.