

# Reporte de calificación

---

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-9

**Comité Técnico:** 29 de enero de 2016  
**Acta número:** 895

**Contactos:**  
**Mariana Zuluaga Murillo**  
[mariana.zuluaga@standardandpoors.com](mailto:mariana.zuluaga@standardandpoors.com)  
**Luisa Fernanda Higuera Joseph**  
[luisa.higuera@standardandpoors.com](mailto:luisa.higuera@standardandpoors.com)

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-9

REVISIÓN EXTRAORDINARIA			
Tips Pesos A N-9 'AAA'	Tips Pesos B N-9 'BBB'	Tips Pesos Mz N-9 'BB'	Tips Pesos C N-9 'BB-'

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad. Con respaldo exclusivo de la Universalidad Tips Pesos N-9 y sin garantía de su propio patrimonio.
Monto de emisión:	Hasta por \$502.675.400.000
Clases:	Tips Pesos: A N-9, B N-9, Mz N-9 y 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 A 2024 N-9: 6,60% Tips B 2029 N-9: 9,65% Tips Mz 2029 N-9: 11,00% Tips C 2029 N-9: 12,50%
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 VIS y 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:	BCSC S. A. y Davivienda S.A.
Administradores de la cartera:	BCSC S. A., y Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial:	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de tenedores:	Alianza Fiduciaria
Administrador de pagos Depósito	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Standard & Poor's en revisión extraordinaria confirmó las calificaciones de deuda de largo plazo de 'AAA' de los Tips Pesos N-9, de 'BBB' de los Tips Pesos B N-9 y subió las calificaciones de los Tips Pesos Mz N-9 a 'BB' de 'BB-' y de los Tips Pesos C N-9 a 'BB-' de 'B-'.

**Las calificaciones asignadas se basan en el análisis de los mecanismos internos de cobertura de la emisión, las características de la cartera a titularizar y la estructura particular relacionada con las prioridades de pago. También en la calidad crediticia del emisor y administrador de la emisión, Titularizadora Colombiana.**

Los mecanismos internos de cobertura de la emisión se fundamentan en el esquema de prioridad de pagos para cada tipo de títulos y los compromisos administrativos de la universalidad Tips Pesos N-9. La subordinación actual de pagos entre las clases A, B, Mz y C, en ese orden de prioridad, proporcionan mayor 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 frente al pasivo Tips- B/ Tips- Mz, constituye un instrumento eficaz en la asignación de la disponibilidad de los recursos para atender las obligaciones y los gastos a cargo de la universalidad.

El análisis de la calidad de la cartera a titularizar efectuado bajo la óptica de la pérdida esperada del portafolio (que determina el valor total de pérdida esperada según el nivel de incumplimiento del portafolio y el porcentaje de la pérdida total de los créditos) indica la capacidad de la estructura para resistir escenarios de tensión extremos en los niveles requeridos para las calificaciones asignadas a cada clase de título. BRC efectuó un análisis por separado para cada serie de la transacción con el fin de determinar el máximo nivel de mora que estas podrían asumir, sin incumplir a los tenedores de los títulos.

En la evaluación del activo subyacente, BRC consideró las siguientes características de la cartera a titularizar: 1) la antigüedad de los créditos; 2) el plazo; 3) las moras 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 (LTV, por sus siglas en inglés para *loan to value*), entre otras variables. Estas características son consistentes con los criterios de selección de la cartera y en especial con la cartera de referencia (*benchmark pool*) que BRC definió para un portafolio de cartera hipotecaria.

También evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la adecuada administración de la cartera a titularizar por cada originador y/o administrador, específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' asignada por BRC).

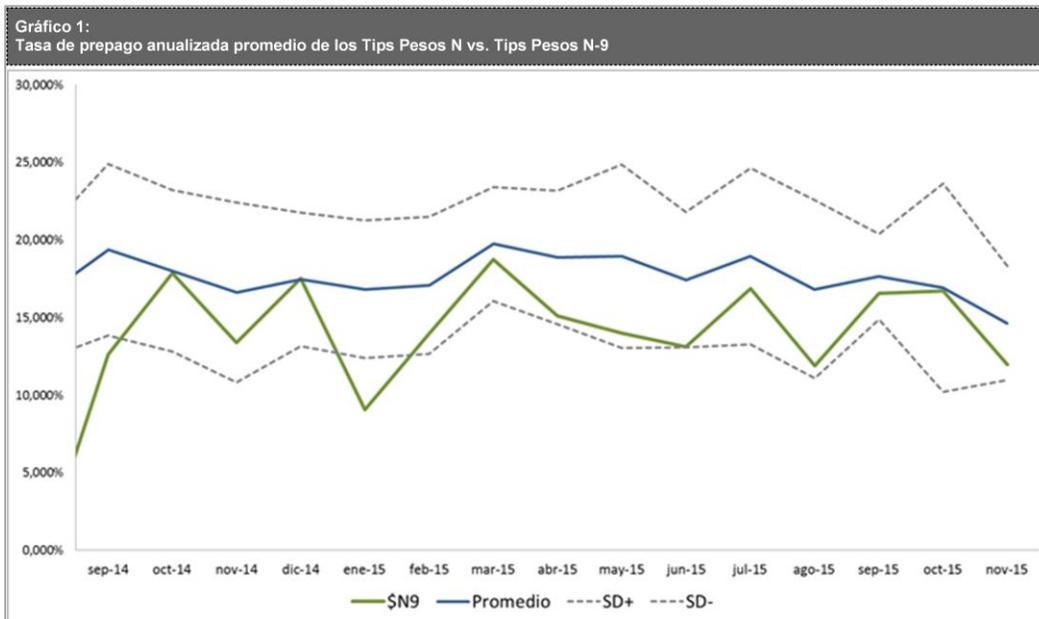
Las calificaciones ponderan positivamente el mecanismo de reducción de tasas de la estructura, cuyo objeto es mitigar el efecto en los niveles de prepago derivados de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado. Con este instrumento de cobertura, la titularizadora, por medio de los administradores autorizados, está facultada para reducir las tasas de interés de los créditos hasta una tasa límite de 11,0%, sin tener que sacarlos de la universalidad. Para el caso del portafolio de los Tips Pesos N-9, 36% del monto de la cartera titularizada (1903 créditos) tiene una tasa mayor a 11% y no cuentan con subsidios del gobierno sobre la tasa, por lo tanto la activación de este mecanismo ante un prepago masivo sería adecuado para el desempeño de la transacción.

**Los diversos escenarios de estrés realizados por BRC incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria.** En nuestro análisis consideramos diferentes niveles de prepago como escenarios de tensión, en los que incluimos un análisis de la dinámica de los títulos dados nuestros supuestos actualizados sobre la tasa anualizada de prepago de las emisiones vigentes Tips Pesos.

Los resultados de los escenarios de estrés (con niveles de incumplimiento de pago y de prepagos modificados) indican que los flujos a titularizar fueron suficientes para atender 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 paga a los tenedores de los títulos. 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 Mz Pesos N-9 y Tips C Pesos N-9 consideramos que estos 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 la serie Mz se estructuró con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos), un alto índice de prepago afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar estos títulos, reflejado en las calificaciones asignadas. En el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos el promedio de las máximas tasas de prepago presentado en las emisiones; el resultado muestra que los títulos Mz y C son más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado debido a la posibilidad de los deudores para prepagar sus créditos.

Por lo tanto, incorporamos dentro del análisis de los títulos los niveles históricos de prepago y el robustecimiento del mecanismo para mitigar su impacto, de tal forma que las calificaciones mantengan consistencia con su capacidad de pago (Gráfico 1).



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A. Cálculos: BRC Investor Services S.A.

**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, derivado de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud de lo cual los activos de la Universalidad Tips Pesos N-9 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

## II. 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.
- 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.

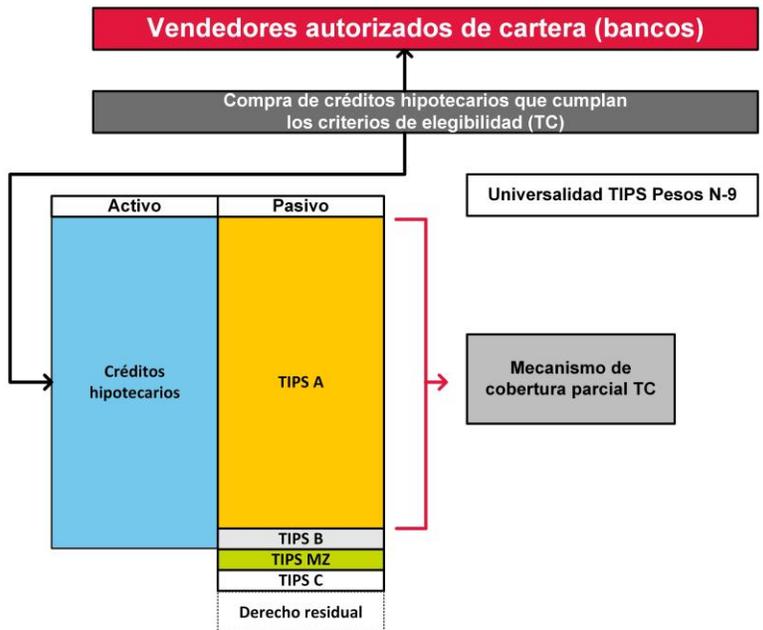
**Tabla 1. Estructura de la emisión TIPS Pesos N-9**

		TASA FACIAL	FECHA DE EMISIÓN SEP-14	REVISIÓN ENERO 2016 (cifras Dic. 2015)
TIPS A N-9	A 2024	6,45%	\$441,936,928,594	\$68,508,553,104
TIPS B N-9	B 2029	9,65%	\$54,616,800,000	\$54,616,800,000
TIPS Mz N-9	Mz 2029	11,00%	\$3,676,200,000	\$3,676,200,000
TIPS C N-9	C 2029	12,50%	\$2,482,600,000	\$2,482,600,000
Total			<b><u>\$502,675,400,000</u></b>	<b><u>\$384,712,528,594</u></b>

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El activo subyacente de la universalidad Tips Pesos N-9 lo conforman los créditos hipotecarios VIS y No VIS (para vivienda diferente a interés social) 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 cobertura parcial y 10) cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

Gráfico 2:  
Estructura de la emisión Típs Pesos N-9

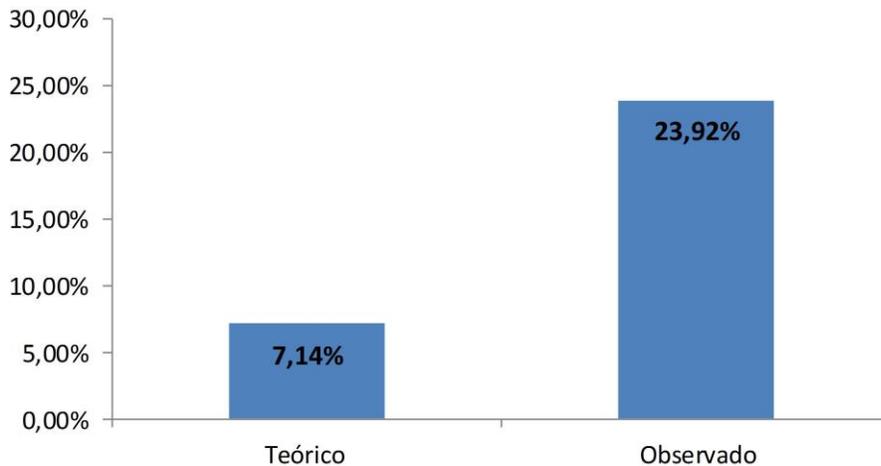


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

### III. 3. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE LA CARTERA TITULARIZADA

La dinámica de prepago de la transacción llevó a que la amortización de capital ocurriera más rápido que lo estimado inicialmente por la titularizadora. A enero de 2016, 23,9% del capital de la cartera se había amortizado frente a una amortización pronosticada inicialmente de 7,1%, (Gráfico No. 3).

Gráfico 3:  
Amortización de capital acumulado de la cartera



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Durante la vida de la emisión de los Tips Pesos N-9 la cartera presenta tasas de prepago ligeramente menores a las de otras emisiones en pesos N. Desde su emisión en septiembre de 2014 a noviembre 2015, el prepago promedio de créditos de la emisión fue de 14,61% porcentaje menor a la tasa de prepago promedio de todos los Tips Pesos N en ese mismo rango de fechas (17,68%). No esperamos que el nivel de prepago de la transacción aumente drásticamente debido a la tendencia hacia el alza que podrían presentar las tasas de interés ante la presión inflacionaria que enfrenta la economía del país.

Es importante destacar que debido a que los Tips Mz y C se estructuran con base en el exceso de *spread* (diferencia entre la tasa de la cartera y la tasa de emisión más gastos), un alto índice de prepago afecta directamente la generación de flujo futuro para el pago de estos títulos. Dados los diversos niveles de prepago, la calificadora buscó obtener el máximo nivel de mora que la estructura podría soportar sin incumplir a los tenedores, para así asignar una calificación acorde con dicho nivel.

A diciembre de 2015, el promedio ponderado del LTV de la cartera de acuerdo con el monto del crédito es de 43,56%. Cabe destacar que en la medida en que este indicador sea menor, es mayor 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. Estos créditos tienen una madurez aproximada de tres años y un plazo restante promedio de 11 años; periodos que están en línea con los de otras transacciones emitidas anteriormente.

Consideramos que la diversificación geográfica de la cartera titularizada es adecuada: 49% de su valor se encuentra en inmuebles ubicados en Bogotá, 4% en Medellín, 3% en Cali y el porcentaje restante está representado en otras ciudades del país.

## IV. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana se enfoca en implementar políticas y procedimientos de control interno que buscan optimizar la eficiencia y eficacia en las operaciones, mejorar la generación de información financiera, cumplir la regulación aplicable, 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 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 la 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 BRC, 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.

*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 Tips Pesos N-9 y en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos N-9 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](http://www.brc.com).

---

*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.*

---