

# Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-12

Titularizadora Colombiana

Informe de Preventa

## Índice

|                                                                       | Página |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|
| Resumen de la transacción.....                                        | 1      |
| Factores clave de las calificaciones ...                              | 1      |
| Criterios aplicados, simulación y suficiencia de la información ..... | 2      |
| Tabla comparativa .....                                               | 3      |
| Análisis del colateral .....                                          | 3      |
| Recuperación dado el incumplimiento...                                | 5      |
| Prepagos .....                                                        | 6      |
| Escenarios de estrés .....                                            | 7      |
| Estructura de la emisión .....                                        | 8      |
| Estructura financiera .....                                           | 8      |
| Modelación del flujo de caja .....                                    | 9      |
| Riesgo de contraparte .....                                           | 10     |
| Análisis de desempeño .....                                           | 11     |
| Apéndice A: Análisis de sensibilidad                                  | 13     |
| Apéndice B: Cobertura FRECH.....                                      | 14     |
| Apéndice C: Resumen de la emisión...                                  | 15     |

## Calificaciones

| Serie                | Monto (COP)            | Tasa de Interés | Vencimiento Legal | Calificación | Sobrecolateral | Perspectiva |
|----------------------|------------------------|-----------------|-------------------|--------------|----------------|-------------|
| TIPS Pesos A         | 361.233.568.628        | 8,8% Máxima     | Abril 2026        | AAA(col)     | 14,0%          | Estable     |
| TIPS Pesos B-1       | 48.304.488.828         | 9%*             | Abril 2031        | BBB+(col)    | 2,5%           | Estable     |
| TIPS Pesos B-2       | 10.500.975.832         | 9,5%            | Abril 2031        | BB+(col)     | 0,0%           | Estable     |
| <b>Total Emisión</b> | <b>420.039.033.288</b> |                 |                   |              |                |             |
| <b>Saldo Cartera</b> | <b>420.039.033.288</b> |                 |                   |              |                |             |

\*La tasa de los TIPS B-1 resulta de la fórmula:  $\text{Min}(9,5\%; [9\% + 2,5x [8,8\% - (\text{Tasa Final TIPS A})] + 2,5x \text{Máx}(0; 8,2\% - (\text{Tasa Final TIPS A})])$ . Las calificaciones se basan en información provista por el estructurador para el corte del 30 de junio de 2015. El monto estimado en pesos fue calculado de acuerdo con la estructura de capital presentada y el saldo del portafolio con corte al 30 de junio de 2015. Estas calificaciones están sujetas a la estructura, tasa de interés de los títulos, portafolio subyacente y documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

## Resumen de la Transacción

La emisión de los títulos TIPS Pesos N-12, propuesta por la Titularizadora Colombiana (TC), es una titularización de activos hipotecarios cuyo subyacente estará compuesto por cartera denominada en pesos colombianos de los segmentos de vivienda de interés social (VIS) y No VIS, originada por Banco Davivienda S.A. (Davivienda) y Banco Caja Social S.A. (BCSC). La calificación asignada a la serie privilegiada comprende el pago oportuno de interés y capital programado (*timely*). Las calificaciones de las series subordinadas comprenden el pago final de intereses y capital (*ultimate*).

## Factores Clave de las Calificaciones

**Mecanismos de Apoyo Crediticio:** Los mecanismos con que dispone la transacción, como la subordinación de 14% del saldo del portafolio provista por las series B-1 y B-2, sumado al exceso en margen financiero (*spread*) que asciende a 174 puntos básicos (pbs), son elementos que sustentan el perfil crediticio de la serie privilegiada.

**Características de la Cartera:** La cartera presenta niveles de valor a préstamo promedio ponderado (*loan to value*; LTV) inferiores a los de un crédito promedio del sector y están entre los más bajos para emisiones comparables. Este factor ayuda a mitigar el riesgo de incumplimiento. Asimismo, el diferencial entre la tasa promedio del portafolio y las tasas promedio del mercado permite mitigar las expectativas de prepago.

**Estructura de la Transacción:** La cascada de pagos de la transacción incorpora mecanismos que favorecen el pago de la serie privilegiada ante eventos de mora mayor a 30 días superiores a 40% del portafolio y ante eventos de mora mayor a 120 días (incumplimiento) superiores a 30% del portafolio. Asimismo, se busca realizar prepagos al título A, de manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual a la suma de saldo de los títulos A, B-1 y B-2.

**Capacidad Operativa y Administrativa del Administrador Maestro:** Fitch Ratings reconoce la experiencia amplia de la TC como administrador maestro, por lo que su capacidad operativa y de gestión se considera como una fortaleza para la emisión.

**Marco Legal:** Tanto la creación de la TC como la estructuración de la presente emisión se realizaron conforme a las normas establecidas en la Ley 546 de 1999. Por ello, la calificadora reconoce como factores positivos la solidez legal que enmarca la transacción y las garantías ofrecidas por la figura de las universalidades.

## Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-11  
(Febrero 26, 2015).

## Analistas

Santiago Toro  
+571 484 6770 ext. 1251  
[santiago.toro@fitchratings.com](mailto:santiago.toro@fitchratings.com)

María Paula Moreno  
+57 1 484 6770 ext. 1210  
[maria.moreno@fitchratings.com](mailto:maria.moreno@fitchratings.com)

## Participantes de la Transacción

|                           |                                     |                           |
|---------------------------|-------------------------------------|---------------------------|
| Titularizadora Colombiana | Administrador Maestro               | Sin calificación de Fitch |
| Banco Davivienda S.A.     | Originador y Administrador Primario | AAA(col)                  |
| Banco Casa Social S.A.    | Originador y Administrador Primario | Sin calificación de Fitch |
| Por determinar            | Representante Tenedores de Bonos    | No aplica                 |

Fuente: TC.

## Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

### Criterios Aplicados

Los criterios aplicables a esta transacción son “Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo - Colombia” del 19 de octubre de 2015; “Criterio de Calificación para RMBS en América Latina” del 17 de diciembre de 2015; y “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas” del 6 de julio de 2015. Están disponibles en las páginas web de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).

### Simulación

En el análisis, la calificadora utilizó su modelo de flujo de caja para simular los escenarios de estrés aplicados a la transacción y determinar la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en diferentes indicadores. El modelo incorpora la cascada y los mecanismos de dirección de los pagos tal como se especificaron en los documentos de la emisión.

### Suficiencia de la Información

TC suministró a Fitch información de cada crédito que compone el portafolio, la cual incluyó saldo, tasa de interés, valor de los avalúos, originadores y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por la agencia y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis.

Asimismo, TC proporcionó información de emisiones que incluyen créditos con cobertura del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH; ver Apéndice B). Dado que la cantidad de datos históricos disponibles aún no alcanza un nivel satisfactorio de robustez estadística, la calificadora asume los mismos supuestos que utiliza para créditos tradicionales en los niveles de mora y prepago para aplicarlos a esta porción del portafolio en sus simulaciones.

En su análisis, Fitch también incorporó información de otras emisiones de títulos hipotecarios obtenida de la página de internet de la TC e información histórica del mercado hipotecario colombiano.

### Metodologías Relacionadas

[Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo Colombia \(Octubre 19, 2015\).](#)

[Criterio de Calificación para RMBS en América Latina \(Diciembre 17, 2015\).](#)

[Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Julio 6, 2015\).](#)

## Tabla Comparativa

|                                            | TIPS Pesos N-2  | TIPS Pesos N-3  | TIPS Pesos N-5  | TIPS Pesos N-7  | TIPS Pesos N-10 | TIPS Pesos N-11 | TIPS Pesos N-12 <sup>a</sup> |
|--------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------------------|
| <b>Fecha de Cierre</b>                     | 21 sep 2011     | 17 nov 2011     | 10 may 2012     | 23 may 2013     | 10 dic 2014     | 10 jun 2015     | Por definir                  |
| <b>Saldo de la Emisión (COP)</b>           | 303.061.200.000 | 379.320.700.000 | 399.114.200.500 | 428.025.000.000 | 358.551.000.000 | 374.443.900.000 | 420.039.033.288              |
| <b>Saldo de la Cartera al Cierre (COP)</b> | 295.669.491.617 | 368.272.515.573 | 387.489.515.049 | 407.643.969.000 | 353.252.132.475 | 367.101.918.398 | 420.039.033.288              |

### Porcentaje de Sobrecolateralización Inicial (%)

|                              |        |       |       |       |       |       |      |
|------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Serie A                      | 12,5   | 12,5  | 12,5  | 11,0  | 13,0  | 13,0  | 14,0 |
| Serie B (B-1 <sup>b</sup> )  | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 2,5  |
| Serie MZ (B-2 <sup>b</sup> ) | (2,0)  | (2,5) | (2,5) | (4,0) | (1,5) | (2,0) | 0,0  |
| Serie C                      | (-2,5) | (3,0) | (3,0) | (5,0) | N.A.  | N.A.  | N.A. |

### Tasas (%)

|                              |         |         |         |         |         |         |         |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Tasa Máxima Serie A          | 6,90    | 7,65    | 7,10    | 6,00    | 6,80    | 6,87    | 8,80    |
| Serie B (B-1 <sup>b</sup> )  | 11,80   | 10,60   | 11,80   | 10,80   | 9,00    | 8,83    | 9,00    |
| Serie MZ (B-2 <sup>b</sup> ) | 11      | 11      | 11      | 11      | 11      | 11      | 9,5     |
| Serie C                      | 11      | 11      | 11      | 11      | N.A.    | N.A.    | N.A.    |
| Exceso en Spread (pbs)       | 345 pbs | 304 pbs | 347 pbs | 451 pbs | 222 pbs | 240 pbs | 173 pbs |

### Calificación Inicial

|                              |           |           |           |           |           |           |           |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Serie A                      | AAA(col)  |
| Serie B (B-1 <sup>b</sup> )  | A(col)    | A(col)    | A(col)    | A(col)    | BBB+(col) | BBB+(col) | BBB+(col) |
| Serie MZ (B-2 <sup>b</sup> ) | BBB+(col) | BBB+(col) | BBB+(col) | BBB+(col) | BBB-(col) | BBB-(col) | BBB+(col) |
| Serie C                      | BBB(col)  | BBB(col)  | BBB(col)  | BB+(col)  | N/A       | N/A       | N/A       |

### Características del Portafolio

|                                        |             |             |             |             |             |             |             |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| PP Valor de la Propiedad (COP)         | 228.148.002 | 242.894.609 | 232.845.651 | 255.628.506 | 276.035.954 | 251.637.885 | 197.963.995 |
| PP Edad (Meses)                        | 7           | 8           | 10          | 11          | 24          | 31          | 22          |
| PP Plazo Restante (Meses)              | 160         | 161         | 165         | 161         | 148         | 143         | 147         |
| PP Tasa de Interés Total (%)           | 12,98       | 13,14       | 13,12       | 12,92       | 11,08       | 11,15       | 12,22       |
| PP Tasa de Interés Cliente (FRECH) (%) | 11,64       | 12,83       | 12,57       | 8,95        | 10,88       | 10,62       | 11,88       |
| PP Valor a Préstamo (%)                | 56,47       | 55,20       | 55,59       | 54,58       | 51,36       | 50,96       | 51,05       |

### Concentración Geográfica (%)

|                                            |       |       |       |       |       |       |       |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Concentración Geográfica Más Alta (Bogotá) | 39,40 | 43,62 | 39,67 | 45,85 | 67,62 | 55,00 | 39,96 |
| Top 3 Concentración Geográfica             | 57,84 | 64,02 | 60,54 | 61,57 | 75,50 | 66,82 | 46,05 |
| Top 5 Concentración Geográfica             | 68,09 | 73,15 | 71,34 | 70,80 | 81,89 | 77,82 | 61,20 |

### Distribución de Mora (%)

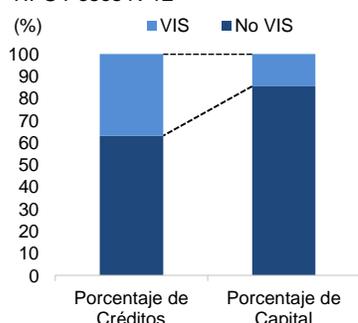
|                            |       |       |       |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Porcentaje de 0 días       | 85,80 | 89,73 | 86,91 | 98,58 | 89,51 | 89,39 | 98,54 |
| Porcentaje de 1 a 30 Días  | 12,27 | 9,06  | 11,61 | 1,42  | 10,24 | 9,63  | 1,46  |
| Porcentaje de 31 a 60 Días | 1,93  | 1,22  | 1,47  | 0,00  | 0,24  | 0,98  | 0,00  |
| Porcentaje de 61 a 90 Días | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |

<sup>a</sup> Información suministrada por TC al 30 de junio de 2015. <sup>b</sup> Para la serie TIPS Pesos N-12, las series subordinadas son B-1 y B-2. pbs: puntos básicos. PP: promedio ponderado. N.A.: no aplica.  
Fuente: TC y Fitch.

## Análisis del Colateral

### Segmento

TIPS Pesos N-12



Fuente: TC y Fitch.

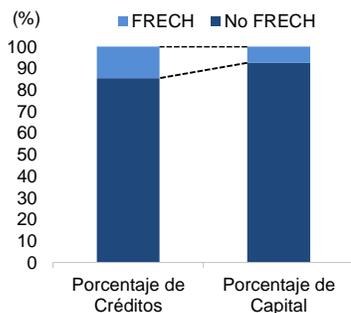
### Características del Portafolio

|                                  | No VIS          |                | VIS            |                | Total           |
|----------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
|                                  | No FRECH        | FRECH          | No FRECH       | FRECH          |                 |
| <b>Número de Créditos</b>        | 4660            | 211            | 1933           | 909            | 7713            |
| <b>Saldo Cartera (COP)</b>       | 348.353.608.056 | 10.780.829.870 | 40.429.091.338 | 20.475.504.024 | 420.039.033.288 |
| <b>PP OLTV (%)</b>               | 55,1            | 60,0           | 60,1           | 60,3           | 55,9            |
| <b>PP CLTV (%)</b>               | 51,8            | 48,6           | 46,9           | 47,9           | 51,1            |
| <b>PP Plazo Restante (Meses)</b> | 155             | 120            | 98             | 115            | 147             |
| <b>PP Edad (Meses)</b>           | 15              | 48             | 63             | 58             | 22              |
| <b>PP Tasa de Interés (%)</b>    | 11,98           | 12,25          | 13,86          | 13,13          | 12,2            |
| <b>PP Tasa Cliente (%)</b>       | 11,98           | 8,57           | 13,86          | 8,02           | 11,9            |

PP: promedio ponderado. OLTV: *original loan to value*; en español: relación valor original de la deuda al valor de la propiedad.  
CLTV: *current loan to value*; en español: relación valor actual de la deuda al valor de la propiedad.  
Fuente: TC y Fitch.

## Subsidio

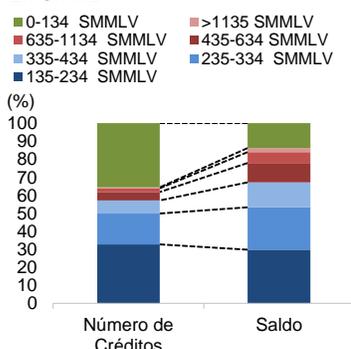
TIPS Pesos N-12



Fuente: TC y Fitch.

## Concentración del Valor de la Propiedad

En SMMLV



Fuente: TC y Fitch.

## Concentración del Valor de la Propiedad

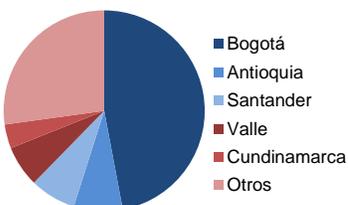
| Valor de la Propiedad | No. de Créditos (%) | Saldo (%) |
|-----------------------|---------------------|-----------|
| <135 SMMLV            | 35,7                | 13,8      |
| 135-234 SMMLV         | 32,7                | 29,8      |
| 235-334 SMMLV         | 17,0                | 23,6      |
| 335-434 SMMLV         | 7,3                 | 13,8      |
| 435-634 SMMLV         | 4,6                 | 10,7      |
| 635-1134 SMMLV        | 2,1                 | 6,1       |
| >1135 SMMLV           | 0,6                 | 2,2       |

SMMLV= COP689.454,00

Fuente: TC y Fitch.

## Distribución Geográfica

TIPS Pesos N-12



Fuente: TC y Fitch.

La información del portafolio a titularizar se suministró con fecha de corte al 30 de junio de 2015. Este se compone de 7.713 créditos hipotecarios pertenecientes a los segmentos de VIS y No VIS, los cuales corresponden respectivamente al de vivienda con valor inferior y superior a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV). De este, 14,5% de los créditos a titularizar posee una cobertura en tasa de interés otorgada a los deudores como un beneficio durante 7 años, conforme a los recursos del FRECH y con una extensión de 8 años ofrecida por el banco. El 61% de los créditos que compondrá el portafolio fue originado por BCSC y el restante 39%, por Davivienda.

Fitch analizará el portafolio definitivo que compondrá la universalidad TIPS Pesos N-12 al finalizar la colocación de la presente emisión de títulos. Cambios significativos en las características del colateral podrían reflejarse en las calificaciones asignadas.

## Relación Valor a Préstamo

La legislación colombiana limita el valor a desembolsar para un crédito hipotecario a máximo 70% del valor de la propiedad para préstamos No VIS y 80% para préstamos VIS. El portafolio analizado tiene un LTV total de 51,1%. Estos valores son conservadores para el promedio del mercado y se alinean con emisiones comparables en pesos colombianos.

## Razón Deuda a Ingreso

Ante la falta de información sobre este indicador, la agencia optó por un enfoque conservador para el análisis del mismo. Como resultado, Fitch asume el valor máximo de la razón deuda a ingreso (*debt to income*; DTI) permitido por la legislación colombiana para los créditos que conforman este portafolio, el cual corresponde a 30% de los ingresos brutos familiares.

## Análisis de los Originadores / Administradores

La agencia reconoce que tanto BCSC como Davivienda son entidades con experiencia amplia en el sector hipotecario, fortaleza que Fitch tomó en cuenta para las calificaciones otorgadas. Sin embargo, la calificadoradora no tiene información detallada sobre los procesos de originación y administración de estas entidades.

## Segmento y Perfil de los Deudores de la Propiedad

Datos dinámicos de morosidad indican que los préstamos VIS se comportan de manera diferente a los No VIS. Fitch reconoce que, por lo general, los préstamos VIS son garantizados con propiedades menos deseables y tienen una probabilidad mayor de encontrarse en mal estado. Lo anterior incrementa el riesgo de incumplimiento cuando el deudor tiene dificultades para vender su vivienda. Los deudores VIS también tienen una capacidad menor para acumular ahorros. Por lo tanto, Fitch aumenta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS en 15%.

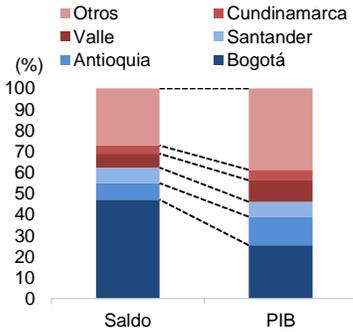
Asimismo, la calificadoradora considera que el valor de la propiedad es una aproximación útil para determinar el perfil de los deudores. Dado que más de 32,9% del saldo de capital del portafolio se concentra en propiedades con avalúo superior a 335 SMMLV (COP216 millones), la agencia espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos de medios a altos con un buen perfil crediticio. El portafolio concentra 85,4% de los créditos con avalúos inferiores a 334 SMMLV, cuyo saldo representa 67,1% del total. Esto evidencia una tendencia de concentración de capital en créditos con avalúos inferiores a 335 SMMLV.

## Distribución Geográfica

Como la tendencia de otras emisiones hipotecarias, el portafolio a titularizar tiene una concentración alta de créditos en Bogotá, por lo que se penaliza la probabilidad de incumplimiento base de los créditos originados en esta ciudad. Otros departamentos con una concentración alta de créditos son Antioquia, Santander, Valle y Cundinamarca. El acumulado de los cinco

**Concentración Geográfica**

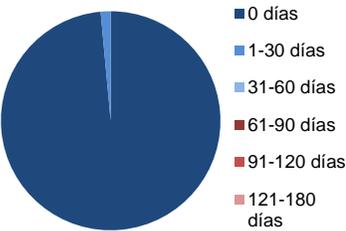
TIPS Pesos N-12



Fuente: TC y Fitch.

**Moras**

TIPS Pesos N-12



Fuente: TC y Fitch.

departamentos con nivel mayor de concentración de saldo (73%) y de créditos (71%) supera la participación de los mismos en la generación de producto interno bruto (61%).

**Distribución de las Moras**

A junio de 2015, 98,54% de la cartera estaba al día y 1,46% presentaba moras de entre 1 y 30 días. Para reflejar lo anterior, Fitch define la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen atrasos en el pago según su altura de mora.

De acuerdo con lo establecido en los criterios de selección del portafolio, dentro del mismo solo deben existir créditos cuya altura en mora máxima sea de 60 días al momento de la selección. Es importante tener en cuenta que una de las causales de pérdida de la cobertura FRECH, para los créditos que gozan de este beneficio, es no caer en mora superior a 90 días. Asimismo, estos créditos deben encontrarse al día al momento de recibir dicho beneficio.

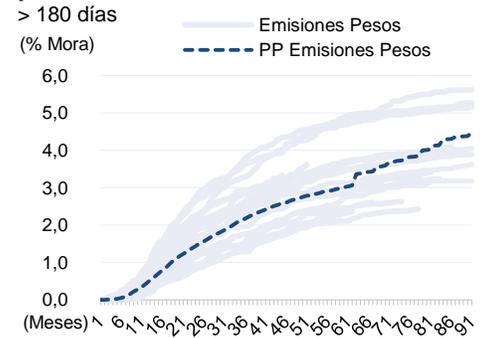
El portafolio actual posee una proporción de 1,46% de créditos en mora de entre 1 y 30 días y no tiene ningún crédito en moras superiores. Esta proporción es inferior a emisiones comparables y permite intuir un desempeño crediticio de la cartera a titularizar acorde con las expectativas de la agencia. Para reflejar su mayor probabilidad de incumplir, Fitch aplica una probabilidad de incumplimiento mínima de 20% a los créditos con atrasos superiores a 30 días.

**Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado**

Para la agencia, la probabilidad de incumplimiento de un crédito se vincula a las relaciones de valor a préstamo y de deuda a ingreso. Considerando lo anterior y utilizando un modelo crédito a crédito que evalúa las características individuales de cada obligación, Fitch determina la probabilidad de incumplimiento base del portafolio total. El portafolio a titularizar tiene un promedio ponderado de valor a préstamo de 51,1% y, al asumir una razón DTI entre 25% y 30%, la expectativa resulta en 6%.

Sin embargo, la calificadora aplica algunos ajustes al nivel base, según las características del portafolio de cartera. De esta forma, penaliza o da un beneficio sobre este incumplimiento base, al considerar variables como edad del crédito, tipo de crédito (VIS o No VIS), concentración geográfica, distribución de la mora, tipo de empleo, calidad del originador y administrador de los créditos, y disminución del valor de mercado de los inmuebles. Debido a las características del portafolio analizado, el nivel de incumplimiento base ajustado se determinó en 8,5%.

**Histórico Mora sin Recuperación para Emisiones en Pesos**



Fuente: TC y Fitch.

Los niveles de mora sin recuperación han alcanzado un nivel histórico aproximado de 5% para las emisiones en pesos colombianos. Asimismo, el promedio ponderado es de 4,5%. Debido a que estas estadísticas corresponden a un escenario económico positivo, Fitch concluye que sus supuestos para determinar el incumplimiento base y el ajustado son una medida conservadora con respecto a los datos observados.

**Recuperación dado el Incumplimiento**

Fitch supone que, en caso de incumplimiento, el administrador de la cartera iniciará los procedimientos de adjudicación para liquidar la propiedad y recuperar el préstamo en incumplimiento. El monto de la pérdida se calcula en función de la relación valor a préstamo, las reducciones en el precio de la propiedad y los costos asociados al proceso legal.

En Colombia, los precios reales de las propiedades presentan una tendencia creciente desde el año 2000. El incremento en los precios se debe a una combinación de factores que incluyen una realineación en los precios después de los niveles relativamente estancados entre 1995 y 1998, el crecimiento económico registrado en el país durante la década pasada y el aumento en la confianza de la población.

Dada la combinación de estos factores, Fitch concluye que la economía colombiana está sujeta a un desarrollo saludable en su mercado de propiedades, a diferencia de otros mercados globales. Aunque la agencia consideró los elementos anteriores, los supuestos relacionados con la reducción en el valor de mercado (*market value decline*, MVD), específicos para las calificaciones, asumen una caída en los precios desde los niveles actuales hasta los deprimidos de 1997–1998.

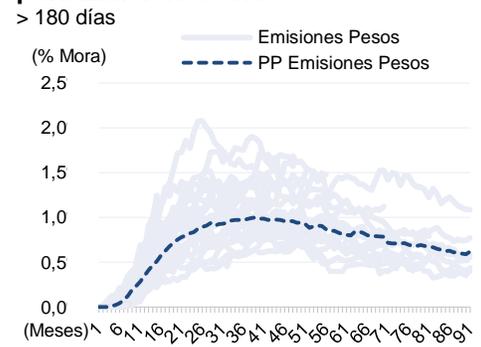
Para cada escenario de calificación, Fitch ajustó diferentes variables que determinan la recuperación en caso de un evento de incumplimiento. El castigo al precio de la propiedad (*house price decline*, HPD) representa la disminución del valor de mercado de una propiedad a través del tiempo. El ajuste a la venta forzosa (*quick sale adjustment*, QSA) incorpora el descuento adicional en el que se debe incurrir para lograr la venta de una propiedad en el menor tiempo posible. Por último, los gastos legales (*legal costs*, LC) corresponden al porcentaje sobre el valor del inmueble que debe desembolsarse para cubrir procedimientos y requerimientos legales.

En un escenario de AAA(col), la disminución del valor de mercado es de 40% y se estresa 30% adicional para reflejar la diferencia en el precio de venta entre un proceso de venta forzosa y uno normal. Tras aplicar este descuento, el cual es de 58%, se incrementa en 27% sobre el precio de venta para representar los gastos legales del proceso. La recuperación dado el incumplimiento se calculó para cada escenario de calificación con base en los ajustes mencionados en la siguiente fórmula:  $([1-HPD]*[1-QSA]*[1-LC])$ .

Con el propósito de estimar la severidad de pérdidas para un nivel de calificación de AAA(col), Fitch supone un tiempo de 42 meses entre el incumplimiento del préstamo y la venta de la propiedad. Esto provee cierta holgura con respecto al promedio actual de 24 meses. De esta manera, se toma en cuenta la potencial capacidad limitada del sistema legal colombiano para acomodar un número más alto de juicios hipotecarios asociados con las categorías de calificación más altas y una demanda más débil por viviendas.

Los niveles promedio máximos de mora de emisiones denominadas en pesos colombianos se acercan a 2% y disminuyen a 0,6% para los títulos con mayor antigüedad. Fitch espera que el comportamiento de la mora con recuperación de los títulos TIPS Pesos N-12 obedezca a la tendencia que muestran emisiones comparables, la cual refleja la efectividad de los procesos de cobranza y recuperación.

**Histórico Mora con Recuperación para Emisiones en Pesos**



Fuente: TC y Fitch.

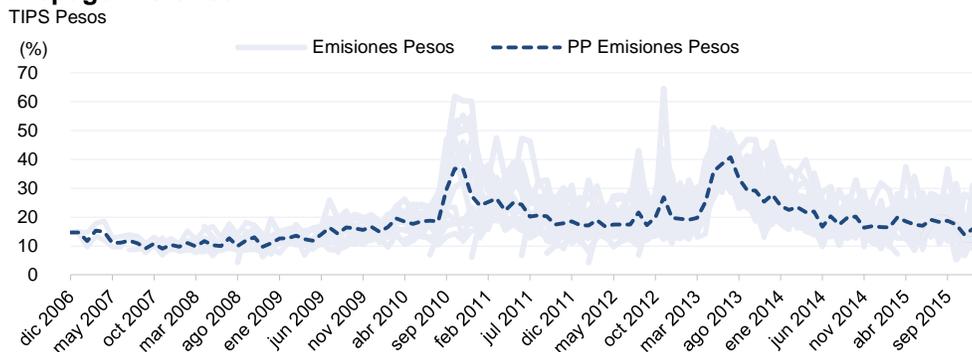
**Prepagos**

Para la agencia, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo de prepagado que podría tener un deudor que obtuviese una tasa mejor del mercado financiero. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende del ingreso del deudor, en gran medida, lo que se refleja usualmente en el segmento al que pertenece la vivienda. Dado lo anterior, las emisiones

denominadas en pesos colombianos, cuyo subyacente se compone de cartera No VIS, están expuestas generalmente a niveles de prepago mayores que los créditos del segmento VIS.

Debido a las características de este portafolio, en términos de edad promedio de la cartera y nivel de margen financiero (*excess spread*), el prepago estimado conforme al modelo de Fitch se ubica en 18,7% para el primer año y 22,6% a partir del cuarto año en adelante. Estos niveles resultan adecuados para el análisis, al ser comparados con los prepagos históricos registrados por otras transacciones denominadas en pesos colombianos en los primeros años desde la emisión. La agencia considera que el diferencial de tasas del portafolio a titularizar y la tasa de mercado comparable representa un riesgo bajo de prepago, puesto que no constituye una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepago en los deudores. La tasa de prepago se utilizó como variable para analizar la sensibilidad en diferentes escenarios.

**Prepago Histórico**



Fuente: TC y Fitch.

Durante los primeros meses de 2013, los niveles de prepago se comportaron con tendencia al alza. Esto se explica por la disminución generalizada de las tasas en el mercado colombiano, debido a los incentivos gubernamentales para el desarrollo de vivienda y la competencia fuerte de precio entre las entidades bancarias. Durante 2014, el promedio ponderado de las tasas de prepago de emisiones denominadas en pesos se acercó a 20%, por lo que la expectativa de la calificadora es que estos prepagos continúen con una tendencia estable en el mediano plazo.

Además, para los créditos con cobertura FRECH del portafolio a titularizar, Fitch espera que la tasa de prepago sea menor en comparación con la de aquellos sin cobertura. Lo anterior es por la tasa de interés menor que deben pagar estos deudores y porque el beneficio no es transferible en caso de refinanciación con otra entidad.

**Escenarios de Estrés**

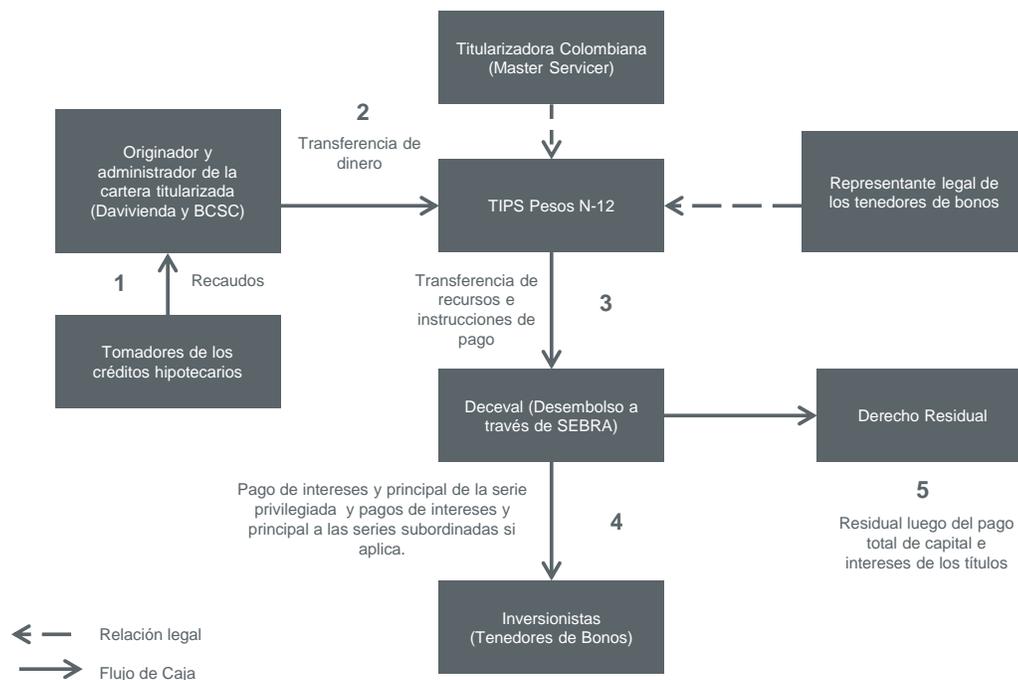
La tabla de Resultados del Modelo de Incumplimiento expone los supuestos utilizados en el análisis en un escenario de estrés para las diferentes calificaciones otorgadas a las series de la presente emisión. La probabilidad de incumplimiento resulta de la multiplicación del incumplimiento base ajustado por el múltiplo específico para cada nivel de calificación en emisiones en pesos colombianos.

**Resultados del Modelo de Incumplimiento**

| Serie | Calificación | PD    | LGD   |
|-------|--------------|-------|-------|
| A     | AAA(col)     | 33,4% | 36,5% |
| B-1   | BBB+(col)    | 14,8% | 17,6% |
| B-2   | BB+(col)     | 10,3% | 11,8% |

PD: Probabilidad de Incumplimiento; *probability of default*.  
 LGD: Pérdida dado el Incumplimiento, *loss given default*.  
 Fuente: Fitch y TC.

Estructura de la Emisión



Fuente: TC.

El portafolio a titularizar se compone de préstamos hipotecarios tanto del segmento VIS como No VIS. Estos forman parte de una universalidad única a partir de la cual se realizará la emisión de notas respaldadas por la universalidad TIPS Pesos N-12. En la fecha de cierre, la TC emitirá una serie de títulos privilegiada (TIPS Pesos A 2026) y dos subordinadas (TIPS Pesos B-1 2031 y TIPS Pesos B-2 2031). Posteriormente, con el monto recaudado por la colocación de dicha emisión se procederá a pagar los gastos iniciales y la cesión del portafolio a titularizar.

La presente emisión fue estructurada bajo la figura de las universalidades. Como está consagrada en la legislación del sector hipotecario, esta permite una separación patrimonial total de la masa de activos objeto de la titularización, lo que otorga una protección incluso mayor ante eventos de riesgo que la que brinda un patrimonio autónomo. Asimismo, la Ley Marco de Vivienda 546 de 1999 establece un marco de reglas muy claras para realizar los procesos de titularización de activos hipotecarios (ver el diagrama de la estructura).

Estructura Financiera

Prelación de Pagos

Mensualmente, en cada fecha de liquidación, se dará lugar a la prelación de pagos en el siguiente orden:

1. gastos periódicos y administrativos de la emisión;
2. pago de intereses y capital programado a los títulos TIPS Pesos A;
3. prepagos a los títulos A, de manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual al saldo de los títulos A y B;
4. pago de intereses y principal utilizado del mecanismo de cobertura parcial otorgado por la TC;
5. pago de intereses de los TIPS Pesos B-1;
6. en los casos en que se presenten las causales de suspensión, pagos de capital anticipado de TIPS Pesos A hasta completar el saldo restante;

7. en los casos en que se presenten las causales de suspensión, pagos de capital anticipado de TIPS Pesos B hasta completar el saldo restante;
8. pago de intereses a los TIPS Pesos B-2;
9. pago de capital anticipado de TIPS Pesos A hasta completar el saldo restante;
10. pago de capital anticipado de TIPS Pesos B-1 hasta completar el saldo restante;
11. pago de capital anticipado de TIPS Pesos B-2 hasta completar el saldo restante;
12. pago adicional de los TIPS Pesos B-2;
13. pagos por concepto de residuos.

Para el título TIPS Pesos A N-12, los intereses y el capital se pagarán en modalidad mensual vencida con prepagos. Para los TIPS Pesos B-1 N-12 y TIPS Pesos B-2 N-12, la modalidad de pago de capital será al vencimiento (*bullet*) con prepagos. Las series subordinadas TIPS Pesos B-1 N-12 y TIPS Pesos B-2 N-12 son estrictamente secuenciales a la privilegiada en lo que se refiere al pago de capital. Además, para la serie TIPS Pesos B-2 N-12, una vez recibido el pago total de sus intereses y capital, obtendría un pago adicional si existiesen remanentes en el flujo recaudado. El objetivo de este último pago es mantener el retorno esperado de los títulos al momento de la compra (TIR).

Dadas estas características, los títulos TIPS Pesos A y B-1 N-12 se consideran de contenido crediticio. Por otro lado, debido al pago adicional, los títulos TIPS Pesos B-2 N-12 se consideran de contenido mixto. El alcance de las calificaciones asignadas por Fitch se limita a las obligaciones de pago puntual de intereses y de capital para la serie privilegiada, así como de pago final de intereses y de capital para las series subordinadas.

### Mecanismos de Mejoramiento Crediticio

Para el saldo total de la cartera, estos mecanismos están representados en una sobrecolateralización de 14,0% para la serie A. De acuerdo con el mecanismo de ajuste de balance y según sea el comportamiento del activo subyacente, este nivel debería partir de este valor mínimo y presentar una tendencia creciente gracias al *excess spread*, que tiene un valor de 173 pbs para la presente emisión.

Los factores anteriores se combinan con los mecanismos de redirección de los flujos de caja, como el ajuste de balance de capital requerido y los causales de suspensión, los cuales buscan que la cartera vigente cubra en todo momento el saldo de los títulos A y B. A su vez, estos mecanismos permiten priorizar el pago de la serie privilegiada ante incrementos significativos en los niveles de mora e incumplimiento de 30 y 120 días, respectivamente. Para ello, la transacción cuenta con un mecanismo de ajuste, cuya finalidad es que el nivel de sobrecolateral para los títulos B sea mínimo 0%.

### Modelación del Flujo de Caja

#### Niveles de Prepago

Para modelar los niveles de prepago asociados a portafolios denominados en pesos colombianos, Fitch considera diversos factores tales como la diferencia entre la tasa de interés promedio del mercado y la tasa de interés promedio que pagan los deudores, el *excess spread* de la estructura y el tiempo de vida de los créditos del portafolio. La fórmula se presenta en el documento “Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo Colombia”, disponible en las páginas web de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).

Para modelar los niveles de prepago, la agencia considera el nivel de margen financiero de la transacción en su conjunto, que se determinó en 173 pbs. Posteriormente, lo ajusta con base en la edad promedio de la cartera, que corresponde a 22 meses para el portafolio. Fitch parte de un prepago base de 15% y lo ajusta conforme al nivel de margen financiero, lo que resulta en un

prepago aplicado de 18,7% para el primer año, 20,0% para el segundo, 21,3% para el tercero y 22,6% para el cuarto y en adelante. Se utilizó el mismo nivel de prepago para toda la cartera. Las tasas de prepago proyectadas de los títulos TIPS Pesos N-12 resultan apropiadas al compararlas con el promedio de esta variable en los primeros años de emisión de transacciones comparables.

### Supuesto de Gastos

Fitch ajusta sus supuestos de gastos tanto fijos como variables con base en la información entregada por TC. Estos se adecúan a las condiciones contractuales de cada emisión y se proyectan en el modelo de flujo de caja.

### Tiempo de Recuperación

El tiempo de recuperación asumido por Fitch, a partir de que un préstamo cae en incumplimiento, es entre 27 y 42 meses. Este período considera el costo de mantener un préstamo que no genera intereses durante ese tiempo.

### Nivel y Distribución del Incumplimiento

La expectativa de incumplimiento, derivada para cada nivel de calificación a partir del producto del incumplimiento específico por el múltiplo de calificación asignada, resulta de un modelo crédito a crédito utilizado por Fitch. Este arroja una probabilidad de incumplimiento para subconjuntos de créditos agrupados por el plazo restante del portafolio (línea representativa de colateral o *replines*). Esta probabilidad de incumplimiento se aplica en el modelo de flujo de caja, en curvas que se ajustan de acuerdo con el plazo restante de cada uno de los *replines* que conforman el modelo.

### Escenarios Evaluados

La calificadora analizó diferentes combinaciones de supuestos para determinar qué factores afectaban más la calificación. También fue para especificar cuál era la resistencia de los mecanismos de cobertura a incrementos o reducciones en los niveles de prepago, incumplimiento ajustado y recuperación utilizados.

De acuerdo con el análisis realizado con base en los múltiples escenarios y al tener en cuenta los factores clave de las calificaciones, Fitch determinó que cada una de las series soporta los niveles de estrés requeridos para cada una de las calificaciones otorgadas.

### Marco Jurídico

La emisión TIPS Pesos N-12 se estructurará conforme a la figura de las universalidades, que implica un aislamiento patrimonial total del subyacente con respecto a la entidad emisora y los bancos originadores. Esta figura legal posee una protección aún mayor que la de los patrimonios autónomos. Esta universalidad se integra por los créditos hipotecarios titularizados y sus garantías; los derechos sobre los seguros de vida y contra accidentes que protegen la vida de los deudores y los inmuebles objeto de garantía; los activos o derechos relacionados con el mecanismo de cobertura parcial otorgado por la TC; y los rendimientos derivados de inversiones temporales de los flujos recaudados.

Considerado en los factores de las calificaciones, Fitch reconoce el marco legal en el que se estructurará la emisión como una fortaleza de la transacción, especialmente en lo referente a la Ley de Vivienda 546 de 1999, así como las garantías legales otorgadas por la Ley a la figura de las universalidades.

### Riesgo de Contraparte

#### Davivienda

La entidad tiene una calificación de emisor de largo plazo en moneda local de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' en el corto plazo, otorgadas por Fitch. Estas calificaciones reflejan su estrategia clara de

largo plazo, calidad de activos adecuada y administración de riesgos. También consideran su franquicia bien establecida, desempeño consistente y fondeo amplio y diversificado. Su experiencia para originar y administrar cartera hipotecaria es reconocida por la calificadora. Este hecho se sustenta principalmente en su creación como entidad dedicada a los préstamos de vivienda y su posición como el segundo banco por participación de mercado en cartera hipotecaria.

### **BCSC**

Banco Caja Social no está calificado por Fitch. No obstante, es reconocido como un jugador importante dentro del mercado hipotecario colombiano tanto originador como administrador de activos. Actualmente, BCSC cuenta con una participación mediana dentro del mercado hipotecario.

### **Análisis de Desempeño**

El análisis permanente del desempeño de las transacciones es parte esencial del proceso de calificación de Fitch. Reportes comprensibles, claros y actualizados para cada transacción son claves para determinar el rendimiento actual y formar una visión adecuada del perfil crediticio. El proceso de supervisión de la agencia se divide en dos partes: la revisión permanente de la información recibida periódicamente y una revisión completa en cada comité anual. En situaciones en las que la información relevante no sea suficiente, a criterio de Fitch, se tomarán supuestos conservadores en el análisis de una transacción vigente. En los casos en los que la calificadora considere que la información recibida no satisface las necesidades de robustez y completitud, las calificaciones se retirarán.

### **Información Importante**

Para evitar dudas, en su análisis crediticio, Fitch se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como la agencia siempre ha dejado claro, esta no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad, al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Fitch y no debe ser utilizado ni interpretado como tal. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

**Relación con los Medios:**

Mónica Saavedra  
Bogotá, Colombia  
Tel. +5(71) 484-6770 ext. 1931  
E-mail: monica.saavedra@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Marzo 23, 2016

Acta Número: 4319

Objeto del Comité: Calificación Inicial

**Definición de las Calificaciones:**

La calificación 'AAA(col)' representa la máxima calificación asignada por Fitch Colombia S.A. en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otras emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

La calificación 'BBB+(col)' agrupa emisiones con una adecuada calidad crediticia respecto de otros del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago oportuno que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

La calificación 'BB+(col)' representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos.

Al revisar la Perspectiva de una calificación, Fitch Ratings indica la dirección en que una determinada calificación tiene probabilidad de moverse dentro de un período entre uno y dos años. La Perspectiva puede ser Positiva, Estable o Negativa. Una Perspectiva Positiva o Negativa no implica que una modificación a la calificación sea inevitable. De forma similar, calificaciones con Perspectiva Estable (se asume Estable cuando no hay una Perspectiva Negativa o Positiva asignada) pueden ser mejoradas o desmejoradas antes de que una Perspectiva Positiva o Negativa se asigne, cuando existan circunstancias que ameriten tal acción.

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente, la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información.

Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es): \*Greg Kabance, Juan Pablo Gil y Sergio Peña. Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la calificadora: [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).

## Apéndice A: Análisis de Sensibilidad

El efecto de una sobrecolateralización de 14,0% para la serie TIPS A es suficiente para soportar los niveles de estrés asociados a una calificación de AAA(col) en los escenarios de mora y prepago utilizados. Sin embargo, para determinar la resistencia de la estructura, Fitch sometió la transacción a niveles adicionales de estrés mediante la simulación de niveles de incumplimiento más altos y de recuperación más bajos que aquellos utilizados en el nivel máximo de calificación. Los resultados solo toman en cuenta cambios en los indicadores de incumplimiento y recuperación, lo que da un indicio de los cambios potenciales en la calificación en un ambiente de estrés, sin considerar otros factores de riesgo.

### Sensibilidad de las Calificaciones a Incrementos en Incumplimiento

|                                   | Serie A  | Serie B-1 | Serie B-2 |
|-----------------------------------|----------|-----------|-----------|
| Supuesto base                     | AAA(col) | BBB+(col) | BB+(col)  |
| Incremento del 25% en el supuesto | AA+(col) | BBB+(col) | BB+(col)  |
| Incremento del 50% en el supuesto | AA(col)  | BBB(col)  | BB+(col)  |

Fuente: Fitch.

### Sensibilidad de las Calificaciones a Aumentos en Nivel de Pérdida

|                                   | Serie A  | Serie B-1 | Serie B-2 |
|-----------------------------------|----------|-----------|-----------|
| Supuesto base                     | AAA(col) | BBB+(col) | BB+(col)  |
| Incremento del 25% en el supuesto | AA+(col) | BBB+(col) | BB+(col)  |
| Incremento del 50% en el supuesto | AA+(col) | BBB+(col) | BB+(col)  |

Fuente: Fitch.

### Sensibilidad de las Calificaciones a Múltiples Factores

|                                       | Serie A  | Serie B-1 | Serie B-2 |
|---------------------------------------|----------|-----------|-----------|
| Supuesto base                         | AAA(col) | BBB+(col) | BB+(col)  |
| Incremento del 25% en ambos supuestos | AA(col)  | BBB+(col) | BB(col)   |
| Incremento del 50% en ambos supuestos | AA-(col) | BBB(col)  | BB(col)   |

Fuente: Fitch.

## Apéndice B: Cobertura FRECH

El Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH) fue creado en el año 2000. Inicialmente, se originó como un fondo administrado por el Banco de la República para otorgar cobertura al descalce entre la tasa de interés DTF efectiva anual y la evolución de la UVR.

Posteriormente, mediante el Decreto 1143 de 2009, se creó un mecanismo de cobertura condicionada para los deudores de créditos hipotecarios. Con este, se podía hacer uso de dichos fondos, los cuales eran otorgados a través de los bancos originadores de dichos créditos. Este fondo ha sido alimentado periódicamente por el Gobierno colombiano, en el marco de una política que busca estimular la compra de vivienda y que corresponde a una de las políticas centrales de crecimiento económico.

El sistema opera como un subsidio a la tasa de interés, en la que los deudores deben pagar una tasa de interés menor por 7 años. El monto del subsidio depende del valor de la propiedad, como se puede ver a continuación.

- Si el valor de la propiedad es menor a 70 SMMLV (COP43.120.000), el subsidio es de 5% de la tasa de interés.
- Si el valor de la propiedad está entre 70 SMMLV y 135 SMMLV (COP43.120.000 y COP83.160.000), el subsidio es de 4% de la tasa de interés.

La reducción promedio en la cuota mensual de los deudores con este subsidio se encuentra entre 25 y 30%. El FRECH cubre esta diferencia entre la tasa de interés del crédito y la tasa al deudor. Es importante resaltar que los deudores pierden este beneficio si presentan una mora superior a 90 días.

Apéndice C: Resumen de la Emisión

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-12  
Estructura de Capital

| Serie                | Monto (COP)            | Tasa de Interés | Vencimiento Legal | Calificación | Sobrecolateral | Perspectiva |
|----------------------|------------------------|-----------------|-------------------|--------------|----------------|-------------|
| TIPS Pesos A         | 361.233.568.628        | 8,8%<br>Máximo  | Abril 2026        | AAA(col)     | 14,0%          | Estable     |
| TIPS Pesos B-1       | 48.304.488.828         | 9% <sup>a</sup> | Abril 2031        | BBB+(col)    | 2,5%           | Estable     |
| TIPS Pesos B-2       | 10.500.975.832         | 9,5%            | Abril 2031        | BB+(col)     | 0,0%           | Estable     |
| <b>Total Emisión</b> | <b>420.039.033.288</b> |                 |                   |              |                |             |
| <b>Saldo Cartera</b> | <b>420.039.033.288</b> |                 |                   |              |                |             |

<sup>a</sup> La tasa de los TIPS B-1 resulta de la fórmula:  $\text{Mín}(9,5\%; [9\% + 2,5x [8,8\% - (\text{Tasa Final TIPS A})] + 2,5x \text{Máx}(0; 8,2\% - (\text{Tasa Final TIPS A})])$ . Las calificaciones se basan en información provista por el estructurador para el corte del 30 de junio de 2015. El monto estimado en pesos fue calculado de acuerdo a la estructura de capital presentada y al saldo del portafolio con corte al 30 de junio de 2015. Estas calificaciones están sujetas a la estructura, tasa de interés de los títulos, portafolio subyacente y documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

| Información Relevante    |                                     | Participantes de la Transacción |                                     |                           |
|--------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|---------------------------|
| País / Tipo de Activo    | Colombia / RMBS                     | Titularizadora Colombiana       | Administrador Maestro               | No aplica                 |
| País de la Universalidad | Colombia                            | Banco Davivienda S.A.           | Originador y administrador primario | AAA(col)                  |
| Analistas                | Santiago Toro                       | Banco Caja Social               | Originador y administrador primario | Sin calificación de Fitch |
| Analistas de Seguimiento | Maria Paula Moreno<br>Santiago Toro | Por determinar                  | Representante de tenedores de bonos | No aplica                 |

Factores Clave de la Calificación

**Mecanismos de Apoyo Crediticio:** Los mecanismos con que dispone la transacción, como la subordinación de 14% del saldo del portafolio provista por las series B-1 y B-2, sumado al exceso en margen financiero (*spread*) que asciende a 174 puntos básicos (pbs), son elementos que sustentan el perfil crediticio de la serie privilegiada.

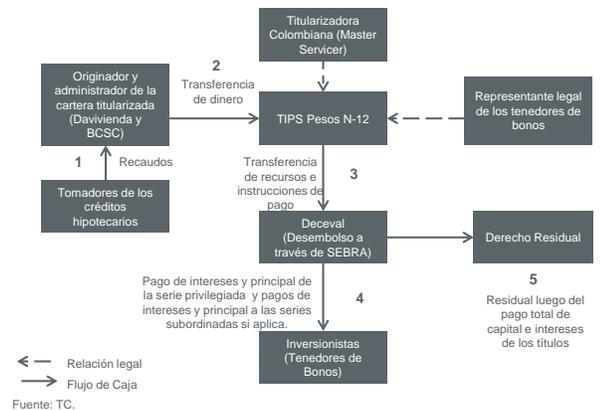
**Características de la Cartera:** La cartera presenta niveles de valor a préstamo promedio ponderado (*loan to value*; LTV) inferiores a los de un crédito promedio del sector y están entre los más bajos para emisiones comparables. Este factor ayuda a mitigar el riesgo de incumplimiento. Asimismo, el diferencial entre la tasa promedio del portafolio y las tasas promedio del mercado permite mitigar las expectativas de prepago.

**Estructura de la Transacción:** La cascada de pagos de la transacción incorpora mecanismos que favorecen el pago de la serie privilegiada ante eventos de mora mayor a 30 días superiores a 40% del portafolio y ante eventos de mora mayor a 120 días (incumplimiento) superiores a 30% del portafolio. Asimismo, se busca realizar prepagos al título A, de manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual a la suma de saldo de los títulos A, B-1 y B-2.

**Capacidad Operativa y Administrativa del Administrador Maestro:** Fitch Ratings reconoce la experiencia amplia de la TC como administrador maestro, por lo que su capacidad operativa y de gestión se considera como una fortaleza para la emisión.

**Marco Legal:** Tanto la creación de la TC como la estructuración de la presente emisión se realizaron conforme a las normas establecidas en la Ley 546 de 1999. Por ello, la calificadora reconoce como factores positivos la solidez legal que enmarca la transacción y las garantías ofrecidas por la figura de las universalidades.

Diagrama Simplificado de la Estructura



**Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.