

# Reporte de calificación

---

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS E-15

**Comité Técnico:** 30 de mayo de 2018  
**Acta número:** 1358

**Contactos:**  
**Mariana Zuluaga Murillo**  
[mariana.zuluaga@spglobal.com](mailto:mariana.zuluaga@spglobal.com)

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

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS E-15

CALIFICACIÓN INICIAL				
Serie	Tips Pesos A E-15	Tips Pesos B E-15	Tips Pesos Mz E-15	Tips Pesos C E-15
Calificación	'Serie ya pagada'	'Serie ya pagada'	AA+	AA

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips Pesos A E-15 de contenido crediticio Tips Pesos B E-15 de contenido crediticio Tips Pesos Mz E-15 de contenido crediticio Tips Pesos C E-15 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos E-15
Monto de la emisión	Tips Pesos A E-15 COP 536.440.600.000 Tips Pesos B E-15 COP 59.604.500.000 Tips Pesos Mz E-15 COP 11.921.900.000 Tips Pesos C E-15 COP 5.960.500.000 <b>Total COP 613.927.500.000</b>
Fecha de emisión	Julio de 2010
Series y plazo	Tips Pesos A E-15; 120 meses con vencimiento en 2020 Tips Pesos B E-15; 180 meses con vencimiento en 2025 Tips Pesos Mz E-15; 180 meses con vencimiento en 2025 Tips Pesos C E-15; 180 meses con vencimiento en 2025
Tasa facial máxima	Tips Pesos A E-15: 5,28% Tips Pesos B E-15: 16,66% Tips Pesos Mz E-15: 12,00% Tips Pesos C E-15: 12,00%
Pago de intereses	Tips Pesos A E-15: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B E-15: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz E-15: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos C E-15: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad TIPS PESOS E-15 conformada por los Créditos No VIS (Vivienda diferente a Interés Social) y VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos, los derechos sobre los seguros, los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de Cobertura Parcial de la Titularizadora Colombiana S. A. y cualquier otro derecho derivado de los Créditos Hipotecarios o de sus garantías.
Originadores	Bancolombia S. A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera	Bancolombia S. A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de los tenedores	Alianza Fiduciaria S.A.
Administrador de pagos	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.
Estructurador y administrador de la universalidad	Titularizadora Colombiana S. A.

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de deuda de largo plazo de 'AA+' de los Tips Pesos Mz E-15 y de 'AA' de los Tips Pesos C E-15. El comité también aprobó por unanimidad la autorización para informar la pérdida de vigencia de los Tips Pesos B E-15 tras la amortización total de la serie.

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

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las series de la transacción Tips E-15 con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada una podría soportar sin incumplirles a los tenedores de los títulos. Este análisis evidenció que la capacidad de la estructura para resistir escenarios extremos de tensión es muy alta dado el alto nivel de cobertura que presenta tras la amortización total de las series más *senior*, Tips A E-15, en diciembre de 2015 y Tips B E-15 en febrero de 2018. Asimismo, consideramos que el nivel de cartera vencida no representa un riesgo para la transacción.

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

- La edad y plazo de los créditos.
- La ubicación geográfica de los bienes inmuebles.
- La tasa promedio ponderada del portafolio.
- La relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o *loan to value* (LTV, por sus siglas en inglés), entre otras variables.

Para el caso de la transacción Tips Pesos E-15, estas características son consistentes con la cartera arquetipo que BRC ha definido como referencia para las transacciones que se respaldan en créditos hipotecarios.

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

Las calificaciones también ponderan positivamente el mecanismo de reducción de tasas de la estructura, cuyo objeto es mitigar el efecto de altos niveles de prepago derivados de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.

Asimismo, evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la administración de la cartera titularizada por cada administrador, específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' asignada por BRC). Consideramos que el contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana es fundamental para el proceso de titularización dado que permite que los activos de la universalidad Tips Pesos E-15 queden completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores - Ley 546 de 1999.

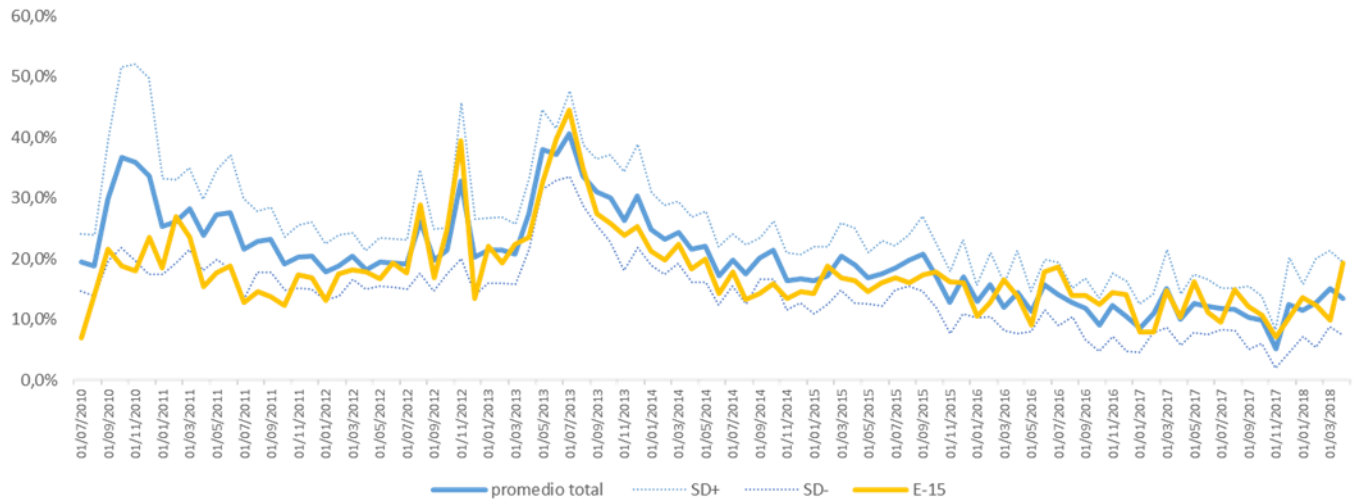
BRC aplicó diversos escenarios de estrés para evaluar la capacidad de pago de la transacción. Estos incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria y un análisis de la dinámica de los títulos bajo nuestros supuestos actualizados de la tasa anualizada de prepago para los Tips E. Los resultados de estos escenarios indican que los flujos de caja de la cartera titularizada son suficientes para atender las series que se mantienen vigentes.

En la estructura de los Tips, el prepago se traslada automáticamente a los inversionistas porque se produce una disponibilidad de recursos adicionales para pagar a los tenedores de los títulos de la universalidad Tips E-15. De esta forma, el prepago produce una mayor disponibilidad de recursos para la clase más senior, en concordancia con el esquema de prioridad de pagos definido y el mecanismo de ajuste de balance. Este comportamiento, a pesar de generar riesgos de reinversión, reduce el riesgo crediticio para los inversionistas puesto que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

Las series subordinadas de la transacción, Tips Mz E-15 y Tips C E-15, se estructuraron con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos). Un alto índice de prepago afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar esta serie, lo cual se refleja en la calificación asignada. Como parte de la metodología de calificación, en el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos un promedio de las tasas de prepago que han presentado históricamente las emisiones en pesos. Así, el resultado muestra que las series subordinadas Mz y C son más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado debido a la posibilidad que tienen los deudores de prepagar sus créditos. En el Gráfico 1 observamos que, desde su emisión, la transacción ha presentado un nivel de prepago menor (17.6%) al del promedio de los Tips E (21,54%) en ese mismo rango de fechas (julio 2010 – abril 2018)

Gráfico 1

Tasa de prepago anualizada promedio de los Tips Pesos E vs. Tips Pesos E-15  
Julio 2010 – Abril 2018



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

## II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- Tips A E-15: Título *senior*. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura, con un plazo de 120 meses.
- Tips B E-15: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A, con un plazo de 180 meses.
- Tips Mz E-15: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips B, con un plazo de 180 meses
- Tips C E-15: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips Mz, con un plazo de 180 meses

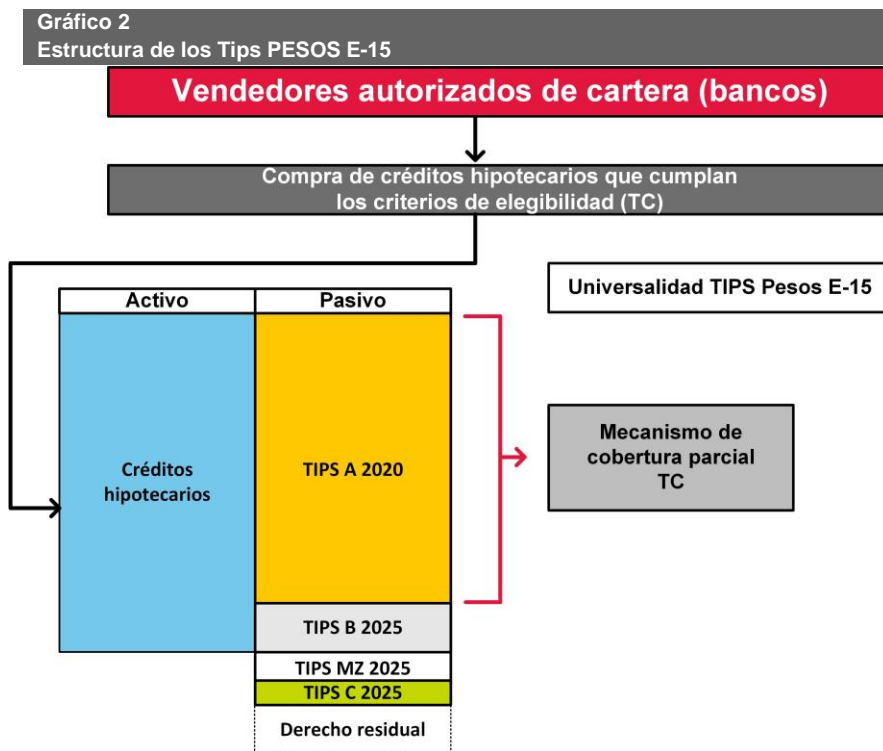
Tabla 1. Estructura de la emisión Tips E-15

Clase	Serie	Tasa facial	Fecha de emisión Julio de 2010 COP	Revisión Junio 2017 (cifras abr. 2018) COP
Tips A	E-15 A - 2020	5,28%	536.440.600.000	Serie pagada
Tips B	E-15 B - 2025	16,66%	59.604.500.000	Serie pagada
Tips Mz	E-15 Mz -2025	12,00%	11.921.900.000	6,033,957,807
Tips C	E-15 C -2025	12,00%	5.960.500.000	5,960,500,000
<b>Total</b>			<b>613.927.500.000</b>	<b>11,994,457,807</b>

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a abril de 2017 en pesos colombianos (COP)

El activo subyacente de la universalidad Tips E-15 lo conforman los créditos hipotecarios No VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos de la siguiente manera:

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

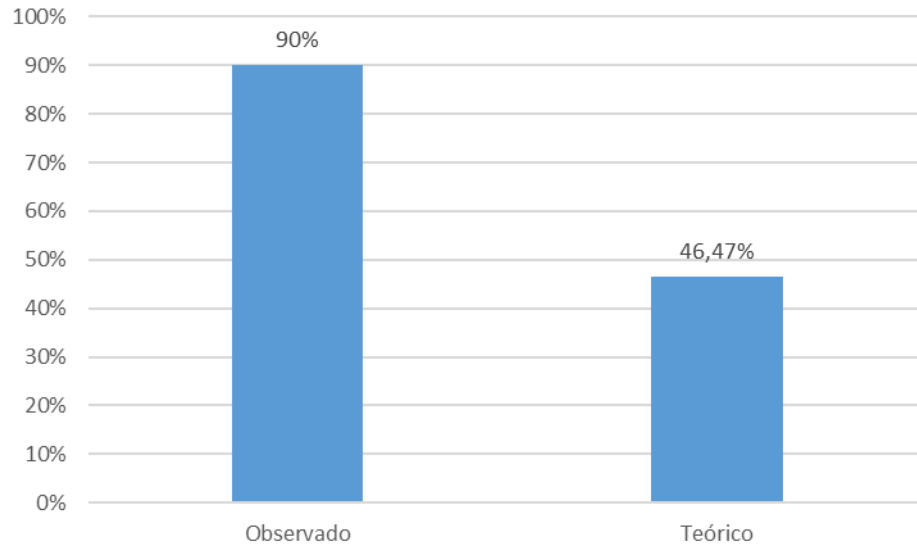


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

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

En 2013, la transacción experimentó altos niveles de prepagos que dieron como resultado una reducción acelerada del capital. A abril de 2018, aproximadamente 90% del capital de la cartera vigente (morosidad menor a 90 días) se había amortizado, frente a una amortización pronosticada de 46,47% (ver Gráfico 3).

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



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a abril de 2018

A abril de 2018, el promedio ponderado del LTV actual de la cartera era 19,37%. Cabe destacar que en la medida en que este indicador sea menor, mayor es el colateral del préstamo al contar con suficientes recursos para cubrir el crédito hipotecario y los costos de la toma de posesión del activo. Estos créditos tienen una madurez aproximada de ocho años y un plazo restante promedio también de seis años; estos periodos están en línea con los de otras transacciones emitidas anteriormente.

Geográficamente la cartera vigente se concentra en Bogotá (33%). Sin embargo, esto no representa un riesgo dado que es una zona de alta diversificación económica. A esta le siguen Medellín (8%), Cali (7%), y Villavicencio (6%) y el porcentaje restante corresponde a créditos originados y respaldados por activos en otras ciudades.

Consideramos que la cobertura FRECH sobre la tasa de interés (37% del portafolio) incentiva el buen comportamiento del deudor y es favorable para la estabilidad del portafolio, ya que este pierde el subsidio si sus pagos al préstamo presentan mora por más de tres meses consecutivos y está limitado para realizar operaciones de venta de cartera o negociación de la tasa de interés.

## IV. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

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

El comité de crédito da seguimiento a las contrapartes de las universalidades. Sus funciones son aprobar los criterios de selección de cartera por comprar, revisar periódicamente la calidad del activo subyacente de cada universalidad y la sustitución o recompra de cartera cuando sea necesario, y aprobar la

metodología de los modelos de riesgo de crédito y los programas de normalización de activos que se utilicen en las carteras hipotecarias.

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

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

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

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

*El análisis contenido en este documento se basa en la información contenida en los Términos y Condiciones Preliminares a la emisión de la transacción Tips Pesos E-15, en el portafolio preliminar de la cartera a titularizar y en la evaluación por parte de BRC del comportamiento de los flujos de caja derivados de dicha cartera en diferentes escenarios de tensión.*

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

## V. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

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

---

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

---