

# Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-10

Titularizadora Colombiana  
Informe de Calificación

## 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...	6
Prepagos .....	7
Escenarios de estrés .....	8
Estructura de la emisión .....	8
Estructura financiera .....	9
Modelación del flujo de caja.....	10
Riesgo de contraparte .....	11
Análisis de desempeño .....	11
Apéndice A: Análisis de sensibilidad	14
Apéndice B: Cobertura FRECH.....	15

## Calificaciones

Serie	Monto (COP)	Tasa de Interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral (%)	Perspectiva
TIPS Pesos A	307.329.400.000	6,4%	Diciembre 2024	AAA(col)	13,0%	Estable
TIPS Pesos B	45.922.800.000	9%	Diciembre 2029	BBB+(col)	0,0%	Estable
TIPS Pesos MZ	5.298.800.000	11%	Diciembre 2029	BBB-(col)	-1,5%	Estable
<b>Total Emitido</b>	<b>358.551.000.000</b>					
<b>Saldo Cartera</b>	<b>353.252.132.475</b>					

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 2 de diciembre de 2014.

Estas calificaciones contemplan la estructura, tasa de interés y monto 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-10 de la Titularizadora Colombiana (TC) es una titularización de activos hipotecarios, cuyo subyacente está compuesto por cartera del segmento Pesos No VIS –que corresponde al de vivienda con valor superior a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV)–, originada por Banco Davivienda. 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 Claves de las Calificaciones

**Mecanismos de Apoyo Crediticio:** Los mecanismos de los que dispone la transacción, como son la subordinación de 13% del saldo del portafolio provista por la serie B, sumado al exceso en *spread*, que asciende a 222 puntos básicos (pbs), son elementos que soportan 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, factor que 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 en eventos de mora mayor a 30 días en más de 40% del portafolio y en más de 30% en eventos de mora mayor a 120 días (incumplimiento). Asimismo, se busca realizar prepagos al título A, de manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual al saldo de los títulos A+B.

**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 llevaron a cabo conforme a las normas establecidas en la Ley 546 de 1999. Por ello, la calificadora reconoce como un factor positivo la solidez legal que enmarca la transacción, así como las garantías ofrecidas por la figura de las universalidades.

## Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-1  
(Junio 6, 2014).

## Analistas

Santiago Toro  
+571 326 9999 ext. 1251  
santiago.toro@fitchratings.com

María Paula Moreno  
+57 1 326 9999 ext. 1210  
maria.moreno@fitchratings.com

## 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 28 de septiembre de 2012; “Criterio de Calificación para RMBS en América Latina”, del 13 de febrero de 2014; y “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, del 4 de septiembre de 2014. Estos 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 proceso de análisis, Fitch 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 se modificó para adecuarlo a la cascada y a los mecanismos de dirección de los pagos, como se especificaron en los documentos de la emisión.

### Suficiencia de la Información

TC suministró a Fitch información crédito a crédito del portafolio, que incluyó saldo, tasa de interés, valor de los avalúos, originadores y otras variables claves. La información fue entregada 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 FRECH (Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria; ver Apéndice B). Tomando en cuenta que la cantidad de datos históricos disponibles aún no alcanza un nivel de robustez estadística satisfactorio, la calificadoras asume los mismos supuestos que utiliza para créditos tradicionales en los niveles de mora y prepago aplicados 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, así como información histórica del mercado hipotecario colombiano.

### Metodologías Relacionadas

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo – Colombia (Septiembre 28, 2012).

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 13, 2014).

Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Septiembre 4, 2014).

## Tabla Comparativa

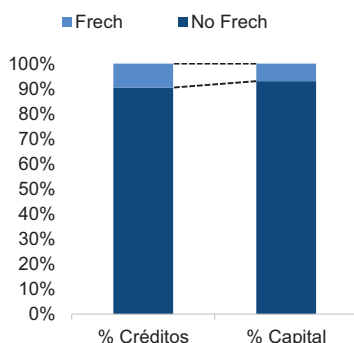
	TIPS Pesos N-1	TIPS Pesos N-2	TIPS Pesos N-3	TIPS Pesos N-5	TIPS Pesos N-7	TIPS Pesos N-10*
<b>Fecha de Cierre</b>	22 jun 2011	21 sep 2011	17 nov 2011	10 may 2012	23 may 2013	10 dic 2014
<b>Saldo de la Emisión</b>	238.901.100.000	303.061.200.000	379.320.700.000	399.114.200.500	428.025.000.000	358.551.000.000
<b>Saldo de la Cartera al Cierre</b>	233.074.195.528	295.669.491.617	368.272.515.573	387.489.515.049	407.643.969.000	353.252.132.475
<b>% Sobrecolateralización Inicial</b>						
Serie A	12,0%	12,5%	12,5%	12,5%	11,0%	13,0%
Serie B	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Serie MZ	-2,0%	-2,0%	-2,5%	-2,5%	-4,0%	-1,5%
Serie C	-2,5%	-2,5%	-3,0%	-3,0%	-5,0%	N/A
<b>Tasas</b>						
Tasa Máxima Serie A	7,10%	6,90%	7,65%	7,10%	6,00%	6,40%
Serie B	11,80%	11,80%	10,60%	11,80%	10,80%	9,00%
Serie MZ	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Serie C	11%	11%	11%	11%	11%	N/A
Exceso en Spread	285 bps	345 bps	304 bps	347 bps	451 bps	222 bps
<b>Calificación Inicial</b>						
Serie A	AAA(col)	AAA(col)	AAA(col)	AAA(col)	AAA(col)	AAA(col)
Serie B	A(col)	A(col)	A(col)	A(col)	A(col)	BBB+(col)
Serie MZ	BBB+(col)	BBB+(col)	BBB+(col)	BBB+(col)	BBB(col)	BBB-(col)
Serie C	BBB(col)	BBB(col)	BBB(col)	BBB(col)	BB+(col)	N/A
<b>Características del Portafolio</b>						
PP Valor de la Propiedad	242.017.246	228.148.002	242.894.609	232.845.651	255.628.506	276.035.954
PP Edad	11	7	8	10	11	24
PP Plazo Restante	156	160	161	165	161	148
PP Tasa de Interés Total	12,94%	12,98%	13,14%	13,12%	12,92%	11,08%
PP Tasa de Interés Cliente (FRECH)	12,41%	11,64%	12,83%	12,57%	8,95%	10,88%
PP LTV	54,46%	56,47%	55,20%	55,59%	54,58%	51,36%
<b>Concentración Geográfica</b>						
Concentración Geo. Más Alta (Bogotá)	43,62%	39,40%	43,62%	39,67%	45,85%	67,62%
Top 3 Concentración Geográfica	63,87%	57,84%	64,02%	60,54%	61,57%	75,50%
Top 5 Concentración Geográfica	72,04%	68,09%	73,15%	71,34%	70,80%	81,89%
<b>Distribución de Mora</b>						
% de 0 días	90,85%	85,80%	89,73%	86,91%	98,58%	89,51%
% de 1 a 30 Días	8,78%	12,27%	9,06%	11,61%	1,42%	10,24%
% de 31 a 60 Días	0,37%	1,93%	1,22%	1,47%	0,00%	0,24%
% de 61 a 90 Días	0%	0%	0%	0%	0%	0%

\*Información suministrada por la Titularizadora Colombiana al 2 de diciembre de 2014.

Fuente: Fitch y TC

## Subsidio

TIPS Pesos N-10



Fuente: TC y Fitch

## Análisis del Colateral

La información del portafolio titularizado se suministró con fecha de corte al 2 de diciembre de 2014. Este se compone de 3.638 créditos hipotecarios pertenecientes al segmento de No VIS. De estos, 7% de los créditos titularizados posee una cobertura en tasa de interés, otorgada como un beneficio durante 7 años a los deudores, bajo los recursos del FRECH con una extensión de 8 años ofrecida por el banco. La totalidad de los créditos fueron originados por Banco Davivienda.

## Relación Valor a Préstamo

La legislación colombiana limita el valor a desembolsar para un crédito hipotecario a máximo de 70% del valor de la propiedad para préstamos No VIS. El portafolio analizado tiene un LTV total de 51,4%. Estos valores son conservadores para el promedio del mercado y están en línea con emisiones comparables en pesos colombianos.

**Características del Portafolio**

	No FRECH	FRECH	Total
# de Créditos	3293	345	3638
Saldo Cartera	328.473.755.427	24.778.377.048	353.252.132.475
PP OLTV	56,6%	60,8%	56,9%
PP CLTV	51,0%	55,8%	51,4%
PP Plazo Restante	148	152	148
PP Edad	24	22	24
PP Tasa de Interés	11,17%	9,9%	11,1%
PP Tasa Cliente	11,17%	7,0%	10,9%

Fuente: TC y Fitch

**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, que corresponde a 30% de los ingresos familiares.

**Análisis de los Originadores / Administradores**

Fitch reconoce que Davivienda es una entidad con experiencia amplia en el sector hipotecario, fortaleza que tomó en cuenta para las calificaciones otorgadas. Sin embargo, la calificadora no tiene información detallada sobre los procesos de originación y administración de esta entidad.

**Segmento y Perfil de los Deudores de la Propiedad**

Datos dinámicos de morosidad indican que los préstamos de vivienda de interés social (VIS) se comportan de manera diferente a los de 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, la calificadora ajusta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS con 15% adicional. Dado que todos los créditos que conforman el portafolio titularizado corresponden al segmento No VIS, no se realizaron ajustes al incumplimiento base por este criterio.

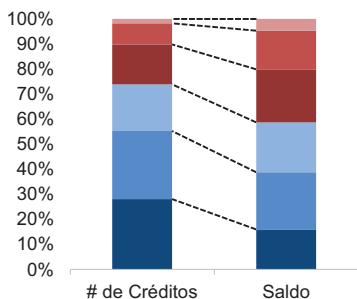
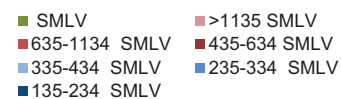
Adicional a lo anterior, Fitch considera que el valor de la propiedad es una aproximación útil para determinar el perfil de los deudores. Dado que más de 61,4% del saldo de capital del portafolio se concentra en propiedades con avalúo superior a 335 SMMLV (COP206 millones), la agencia espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos medios/altos con un buen perfil crediticio. El portafolio concentra 55,2% de los créditos con avalúos entre 135 SMMVL y 334 SMMLV; mientras que el saldo de los mismos representa 38,8% del total. Esto evidencia una tendencia de concentración de capital en créditos con avalúos superiores a 335 SMMLV.

**Distribución Geográfica**

Como la tendencia de otras emisiones hipotecarias, el portafolio titularizado tiene una concentración alta de créditos en Bogotá, lo que representa una penalidad sobre el incumplimiento base. Otros departamentos con una concentración alta de créditos son Cundinamarca, Antioquia, Santander y Valle. El acumulado de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (82%) y de créditos (79%) es alto, al compararlo con la participación de los mismos en la generación de producto interno bruto (61%).

**Concentración del Valor de la Propiedad**

En SMLV



Fuente: TC y Fitch

**Concentración del Valor de la Propiedad**

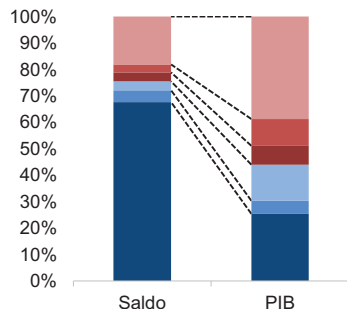
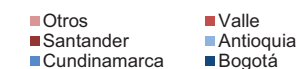
Valor de la Propiedad	# de Créditos	%
135-234 SMLV	28,0%	15,9%
235-334 SMLV	27,2%	22,9%
335-434 SMLV	18,7%	20,0%
435-634 SMLV	15,9%	21,2%
635-1134 SMLV	8,4%	15,5%
>1135 SMLV	1,8%	4,7%

SMLV= COP616,000.00

Fuente: TC y Fitch

**Concentración Geográfica**

TIPS Pesos N-10



Fuente: TC y Fitch

## Distribución de las Moras

A diciembre de 2014, 89,5% de la cartera está al día; mientras que 10,5% presenta moras menores a 120 días. Para reflejar lo anterior, Fitch aplica una penalidad sobre la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen estos atrasos en el pago, según la 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, al momento de la selección, sea de 60 días. 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.

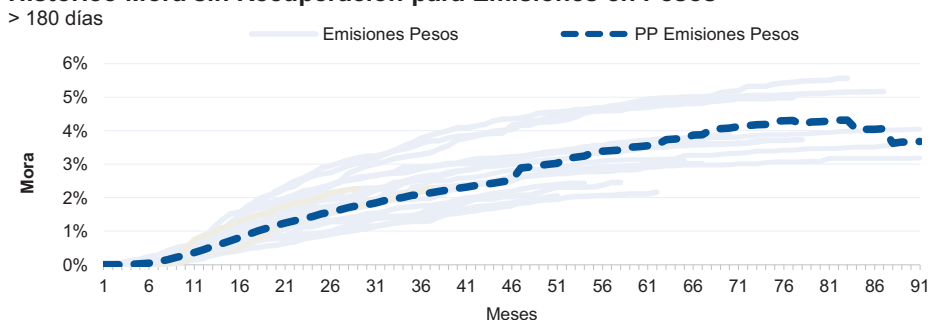
El portafolio actual posee una proporción de créditos en mora entre 1 y 30 días de 10,2%, entre 31 y 60 días de 0,24% y ningún crédito en moras superiores. Esta tasa es inferior a emisiones comparables y permite intuir una buena calidad crediticia dentro de la cartera titularizada. Fitch aplica una penalidad mínima de 20% sobre la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen atrasos superiores a 30 días, para reflejar su mayor probabilidad de incumplir.

## Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

Para la agencia, la probabilidad de incumplimiento de un crédito se vincula con la relación 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 titularizado tiene un valor a préstamo promedio ponderado de 51,4% y, al asumir una razón DTI entre 25% y 30%, la expectativa resulta de 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 la 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 8,9%.

## Histórico Mora sin Recuperación para Emisiones en Pesos

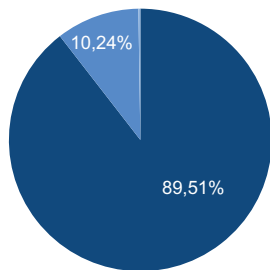
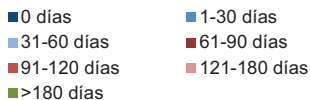


Fuente: TC y Fitch

La gráfica anterior muestra que, para las emisiones en pesos colombianos, los niveles de mora sin recuperación han alcanzado un nivel histórico aproximado de 5%. Asimismo, el promedio ponderado es ligeramente inferior a 4%. 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.

## Moras

TIPS Pesos N-10



Fuente: TC y Fitch

## 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, reducciones en el precio de la propiedad y 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.

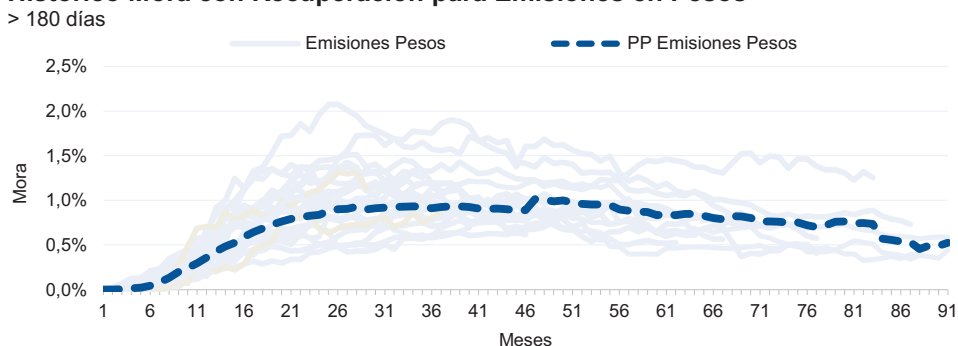
Dada la combinación de estos factores, Fitch concluye que la economía colombiana está sujeta a un desarrollo saludable en su mercado de propiedades, a diferencia de otros mercados globales. Aunque la agencia consideró los elementos anteriores, los supuestos relacionados con la reducción en el valor de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

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



Fuente: TC y Fitch

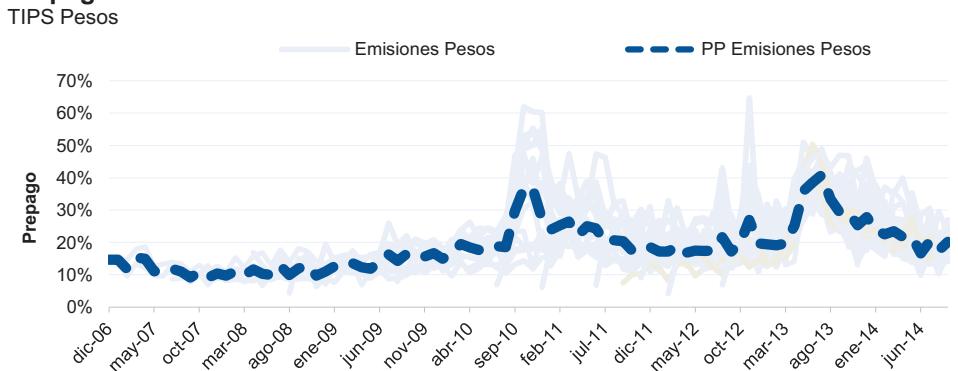
Los máximos niveles promedio de mora de emisiones denominadas en pesos colombianos se acercan a 1% y disminuyen a 0,5% para los títulos con mayor antigüedad. Fitch espera que el comportamiento de la mora con recuperación de los títulos TIPS Pesos N-10 obedezca a la tendencia evidenciada en emisiones comparables, la cual refleja la efectividad de los procesos de cobranza y recuperación.

**Prepagos**

Para la agencia, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo de prepago que pudiese 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, por lo general, las emisiones denominadas en pesos colombianos, cuyo subyacente se compone de cartera No VIS, están expuestas 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 entre 19,4% y 23,4%, para los próximos 4 años. 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 titularizado 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

Como se puede observar en la gráfica anterior, 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 ubica en un nivel cercano a 20%, por lo que la expectativa de la calificadora es que estos prepagos continúen con una tendencia estable en el mediano plazo.

Para los créditos con cobertura FRECH del portafolio a titularizar, Fitch espera que la tasa de prepago sea menor comparada con la de aquellos sin cobertura. Lo anterior, debido a la menor tasa de interés que deben pagar estos deudores y que 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.

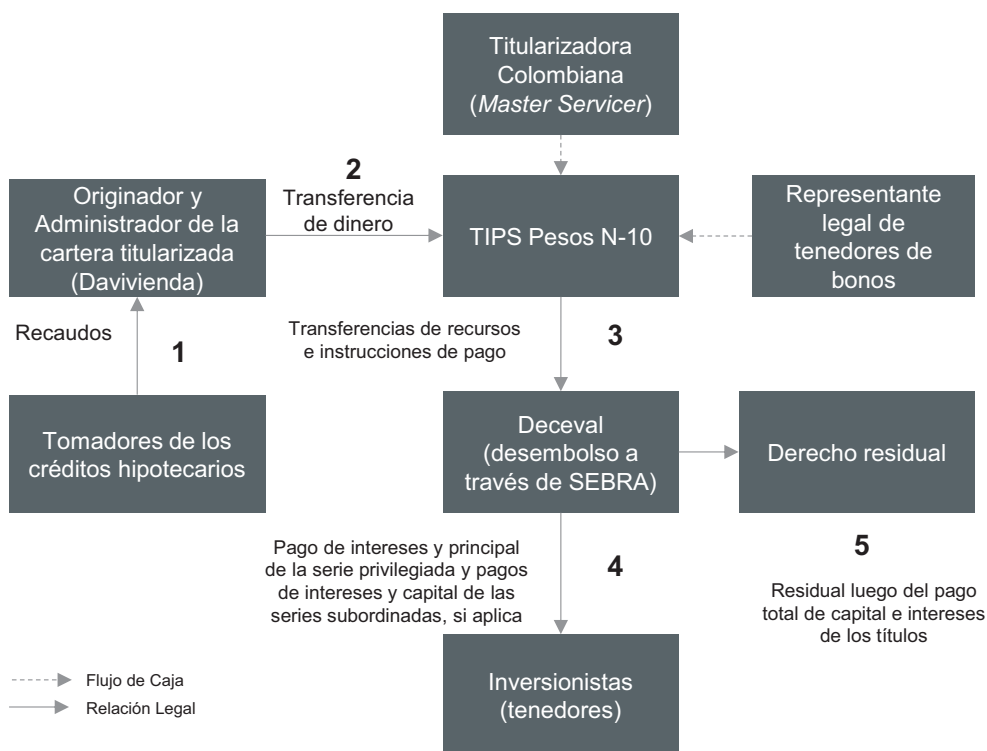
## Estructura de la Emisión

El portafolio titularizado se compone de préstamos hipotecarios del segmento No VIS. Estos forman parte de una universalidad única, a partir de la cual se realizó la emisión de notas respaldadas por la Universalidad TIPS Pesos N-10. En la fecha de cierre, la TC emitió una serie privilegiada (TIPS Pesos A 2024) y dos series subordinadas (TIPS Pesos B 2029 y TIPS Pesos MZ 2029) de títulos. Con el monto recaudado por la colocación de dicha emisión, se procedió a pagar los gastos iniciales y se realizó la cesión del portafolio titularizado.

### Resultados del Modelo de Incumplimiento

Serie	Calificación	PD	LGD
A	AAA(col)	35,5%	37,2%
B	BBB+(col)	15,5%	17,9%
MZ	BBB-(col)	11,9%	13,7%

PD: Probabilidad de Incumplimiento  
LGD: Período dado el Incumplimiento  
Fuente: Fitch y TC.



Fuente: Fitch y TC.



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 ante eventos de riesgo incluso mayor que la que brinda un patrimonio autónomo. Asimismo, la Ley Marco de Vivienda 546 de 1999 establece un marco de reglas muy claras conforme a las cuales deben realizarse 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.
6. Pagos de capital anticipado de TIPS Pesos A, hasta completar el saldo restante, en los casos en que se presenten las causales de suspensión.
7. Pagos de capital anticipado de TIPS Pesos B, hasta completar el saldo restante, en los casos en que se presenten las causales de suspensión.
8. Pago de intereses a los TIPS Pesos MZ.
9. Pago de capital anticipado de TIPS A hasta completar el saldo restante.
10. Pago de capital anticipado de TIPS B hasta completar el saldo restante.
11. Pago de capital anticipado de TIPS MZ hasta completar el saldo restante.
12. Pago adicional de los TIPS MZ.
13. Pagos por concepto de residuos.

Para el título TIPS Pesos A N-10, los intereses y el capital se pagarán en modalidad mensual vencida con prepagos. Para los TIPS Pesos B N-10 y TIPS Pesos MZ N-10, la modalidad de pago de capital será al vencimiento (*bullet*) con prepagos. Las series subordinadas TIPS Pesos B N-10 y TIPS Pesos MZ N-10 son estrictamente secuenciales a la privilegiada, en lo que se refiere al pago de capital. Además, para la serie TIPS Pesos MZ N-10, una vez recibido el pago total de sus intereses y capital, recibirá 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 N-10 se consideran de contenido crediticio. Por otro lado, por el pago adicional, los títulos TIPS Pesos MZ N-10 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 13% 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*, cuyo valor es de 222 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, que 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 a 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 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”, que se encuentra en la página web de Fitch.

Para modelar los niveles de prepago, la agencia considera el nivel de margen financiero de la transacción en su conjunto, que se determinó en 222 pbs. Posteriormente, ajusta este nivel con base en la edad promedio de la cartera, que corresponde a 24 meses para el portafolio. Fitch parte de un prepago base de 15% y lo ajusta al nivel de margen financiero, lo que resulta en un prepago aplicado de 18,4% para el primer año, de 20,7% para el segundo, de 22,1% para el tercero y de 23,4% 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-10 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 ajustan 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 al 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, 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-10 se estructuró bajo 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 a 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 estructuró 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 posee 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, su calidad de activos adecuada y su administración de riesgos. También, 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.

### 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:**

María Consuelo Pérez  
Bogotá, Colombia  
Tel. +5(71) 326-9999 ext. 1460  
E-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Diciembre 18, 2014

Acta Número: 3857

Objeto del Comité: Revisión Extraordinaria

**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.

Las calificaciones 'BBB+(col)' y 'BBB-(col)' agrupan 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.

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 del 13% para la serie TIPS A es suficiente para soportar los niveles de estrés asociados a una calificación de 'AAA' 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 tener en cuenta otros factores de riesgo.

**Sensibilidad de las Calificaciones a Incrementos en Incumplimiento**

	<b>Serie A</b>	<b>Serie B</b>	<b>Serie MZ</b>
Supuesto base	AAA(col)	BBB+(col)	BBB-(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**

	<b>Serie A</b>	<b>Serie B</b>	<b>Serie MZ</b>
Supuesto base	AAA(col)	BBB+(col)	BBB-(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**

	<b>Serie A</b>	<b>Serie B</b>	<b>Serie MZ</b>
Supuesto base	AAA(col)	BBB+(col)	BBB-(col)
Incremento del 25% en ambos supuestos	AA(col)	BBB(col)	BB(col)
Incremento del 50% en ambos supuestos	A+(col)	BB+(col)	B+(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, podían hacer uso de dichos fondos, que 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 actualmente 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% la tasa de interés.
- Si el valor de la propiedad está entre 70 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.

**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 © 2014 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.