

# Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-3

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
Análisis del Colateral .....	2
Recuperación dado el Incumplimiento ..	4
Prepagos .....	5
Escenarios de Estrés .....	6
Estructura de la Emisión .....	6
Estructura Financiera .....	7
Modelación del Flujo de Caja .....	8
Riesgo de Contraparte .....	9
Análisis de Desempeño .....	10

## Calificaciones

Serie	Monto (Pesos)	Tasa de interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral (%)	Perspectiva
TIPS A	94.356.481.998	7,6%	nov-21	AAA(col)	37,5%	Estable
TIPS B	46.034.100.000	10,6%	nov-26	A(col)	7,1%	Negativa
TIPS MZ	9.206.800.000	11,0%	nov-26	BBB(col)	1,0%	Negativa
TIPS C	1.841.400.000	11,0%	nov-26	BB+(col)	-0,6%	Negativa
<b>Total Emisión</b>	<b>151.438.781.998</b>					
Saldo Cartera	153.321.618.134					

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 31 de agosto de 2014. El monto estimado en pesos fue calculado de acuerdo a la estructura de capital presentada y de acuerdo al saldo del portafolio con corte al 31 de agosto de 2014. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

## Resumen de la Transacción

La calificación de los títulos emitidos por la Universalidad TIPS Pesos N-3 incorpora el desempeño de la cartera, que garantiza el pago de intereses y principal. Además, sus indicadores de mora están en línea con las expectativas de Fitch Ratings y sus niveles de prepago son superiores a los esperados en el portafolio de créditos titularizado. Esto ha dificultado la acumulación sostenida de sobrecolateral. Estas tasas de prepago elevadas se presentaron a partir de mayo de 2013 y alcanzaron un promedio de 33,15% para el último semestre de ese año. La estructura ha permitido que el sobrecolateral (*overcollateralization*; OC), para las series privilegiadas vigentes, se haya incrementado en el último año. Para la serie A aumentó 45,15% y para la serie subordinada B, 52,14%; considerando la cartera productiva hasta con 180 días de morosidad. Esto permite ubicar su margen financiero en 254 puntos básicos (pbs) que se estimaron a la fecha.

## Factores Clave de las Calificaciones

**Niveles de Prepago:** Durante 2013, se observaron aumentos sustanciales en los niveles de prepagos de la cartera titularizada. Esto se propició por una baja generalizada de tasas de interés para créditos hipotecarios, que ha llevado al refinanciamiento de una parte de la cartera vigente. Dicho evento impactó el activo subyacente de la titularización TIPS Pesos N-3 y la cobertura de los títulos emitidos. Teniendo en cuenta las tasas de prepagos observadas en 2013, la estructura de esta emisión protege a la serie privilegiada TIPS Pesos A N-3 y permite mantenerla en el nivel más alto de calificación. Sin embargo, la cobertura de las series subordinadas fue impactada en mayor proporción, lo cual se refleja en las calificaciones asignadas. Al cierre de agosto de 2014, el promedio de la tasa de prepago es de 23,43%, para los últimos 12 meses.

**Mecanismos Apropriados de Apoyo Crediticio:** Al corte de agosto de 2014, la serie privilegiada TIPS Pesos A N-3 posee niveles de OC positivos de 37,5%, al considerar cartera con morosidad hasta de 180 días. La capacidad de pago de los títulos de esta serie está cubierta ante escenarios de prepago similares a los presentados en el último año. Escenarios de prepago inferiores a los esperados permitirán que mejore el perfil de pago de cada una de las series, a medida que su cobertura crediticia se amplíe y, en consecuencia, también su margen financiero.

## Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-3  
(Octubre 25, 2013).

## Analistas

Santiago Toro  
+571 326 9999 ext. 1251  
[santiago.toro@fitchratings.com](mailto:santiago.toro@fitchratings.com)

María Paula Moreno  
+57 1 326 9999 ext. 1210  
[maria.moreno@fitchratings.com](mailto:maria.moreno@fitchratings.com)

## Factores Adicionales de las Calificaciones

**Características Conservadoras de la Cartera:** Un indicador de incumplimiento sobre cartera original de 2,5% (considerando aquellos créditos que, en algún momento de la vida de la transacción, superaron una morosidad de 180 días frente al saldo originalmente transferido hacia la universalidad) refleja la calidad de un portafolio de créditos con criterios de otorgamiento conservadores.

**Estructura Secuencial de la Transacción:** Además de dirigir los recursos disponibles para el pago de principal de la serie vigente más privilegiada, la transacción incorpora una protección adicional para los títulos TIPS Pesos A respecto al comportamiento del activo subyacente. Así, ante niveles de prepago o incumplimiento elevados, la prelación de pagos realizaría una amortización anticipada al pago mensual de los intereses de alguna emisión subordinada. Esto, para mantener el saldo de los títulos A y los títulos B en línea con el saldo de principal de la cartera con mora hasta de 120 días.

**Capacidad Adecuada tanto Operativa como Administrativa del Administrador Maestro:** Fitch reconoce la experiencia de la Titularizadora Colombiana (TC) como Administrador Maestro, por lo que su capacidad operativa y de gestión se considera como un factor para el desempeño de la emisión.

**Marco Legal Sólido:** La estructura de la presente titularización está amparada por la solidez legal que otorga la figura de las universalidades, creada en la Ley 546 de 1999. Fitch reconoce este aspecto como una fortaleza de la emisión.

## 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. Dichos criterios 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

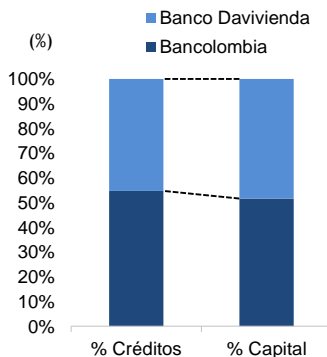
En el proceso de análisis, Fitch utilizó su modelo de flujo de caja para simular los escenarios de estrés aplicados a la transacción y determinar la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en diferentes indicadores. El modelo se modificó para adecuarlo a la cascada y a los mecanismos 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, 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 determinó que era adecuada para el análisis.

En su análisis, la calificadora también incorporó información de otras emisiones de títulos hipotecarios, obtenida de la página de Internet de TC, así como información histórica del mercado hipotecario colombiano.

### Originador TIPS Pesos N-3



Fuente: TC y Fitch

### 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).

## Análisis del Colateral

Al 31 de agosto de 2014, el portafolio titularizado se compone de 2.161 créditos hipotecarios pertenecientes al segmento de No VIS, que corresponde al de vivienda con valor superior a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV). Del total de créditos, 52% fueron originados por Bancolombia y 48% por Banco Davivienda.

### Características del Portafolio

	NO FRECH	FRECH	Total
# de Créditos	1883	278	2161
Saldo Cartera	138.830.502.9	14.491.115.22	153.321.618.1
PP OLV	58,38%	61,69%	58,70%
PP CLTV	49,40%	51,97%	49,64%
PP Plazo	130	130	130
PP Edad	42	41	42
PP Tasa de	12,90%	13,17%	12,93%
PP Tasa Cliente	12,90%	9,09%	12,54%

Fuente: TC y Fitch

## 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. El portafolio analizado tiene un valor a préstamo promedio ponderado (*loan to value*, LTV) total de 49,64%. Éstos son valores conservadores para el promedio del mercado y están en línea 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, que corresponde al 30% de los ingresos familiares.

## Análisis de los Originadores / Administradores

Fitch reconoce que Bancolombia y Davivienda son entidades con experiencia amplia en el sector hipotecario, fortaleza que Fitch consideró para las calificaciones otorgadas. Sin embargo, la calificadora no tiene información detallada sobre los procesos de originación y administración de las entidades.

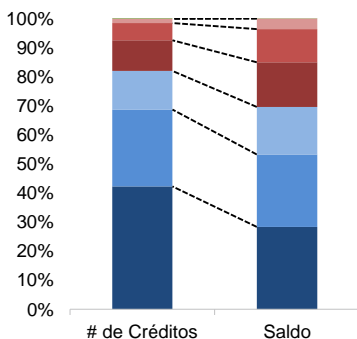
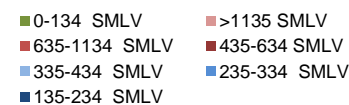
## Segmento y Perfil de los Deudores de la Propiedad

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, Fitch ajusta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS con 15% adicional. Dado que todos los créditos que conforman este portafolio corresponden al segmento No VIS, no se realizaron ajustes al incumplimiento base por este criterio.

Adicionalmente, Fitch considera que el valor de la propiedad es una aproximación útil para determinar el perfil de los deudores. Dado que más del 46,7% del saldo de capital del portafolio se concentra en propiedades con avalúo superior a 335 SMMLV (COP190 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 68,7% de los créditos con avalúos entre 135 SMMLV y 334 SMMLV, mientras que el saldo de los mismos representa 53,2% del total. Esto evidencia una tendencia de concentración de capital en créditos con avalúos inferiores a 335 SMMLV.

### Concentración del Valor de la Propiedad

En SMLV



Fuente: TC y Fitch

### Concentración del Valor de la Propiedad

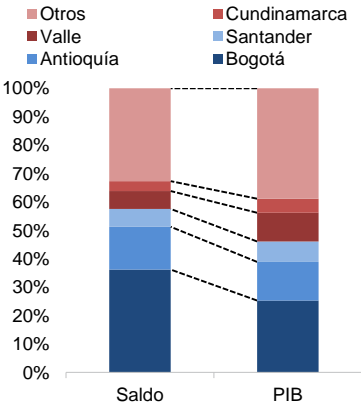
Valor de la Propiedad	# de Créditos	% Saldo
135-234 SMLV	42,2%	28,3%
235-334 SMLV	26,5%	24,9%
335-434 SMLV	13,2%	16,3%
435-634 SMLV	10,6%	15,4%
635-1134 SMLV	6,0%	11,4%
>1135 SMLV	1,3%	3,6%

SMLV= COP616.000,00

Fuente: TC y Fitch

## Concentración Geográfica

TIPS Pesos N-3



Fuente: TC y Fitch

## Distribución Geográfica

Como la tendencia de otras emisiones hipotecarias, el portafolio 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: Antioquia, Santander, Valle y Cundinamarca. El acumulado de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (70%) y de créditos (67%) es alto, al compararlo con la participación de los mismos en la generación de producto interno bruto (61%).

## Distribución de las Moras

A agosto de 2014, 74,5% de la cartera está al día, mientras que 21,7% presenta moras menores a 120 días. El restante 3,8% del portafolio tiene moras superiores a 120 días y se considera cartera vencida. 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.

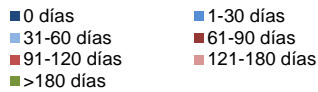
## Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

Para Fitch, la probabilidad de incumplimiento de un crédito se vincula a la relación valor a préstamo y a la relación deuda a ingreso. Considerando lo anterior y utilizando un modelo crédito a crédito, que evalúa las características individuales de cada obligación, la agencia determina la probabilidad de incumplimiento base del portafolio total. El presente portafolio de cartera tiene un valor a préstamo promedio ponderado de 49,64% y, al asumir una razón DTI entre 25% y 30%, la expectativa resulta de 5,6%.

Sin embargo, Fitch aplica algunos ajustes al nivel base, según las características del portafolio de cartera. De esta forma, 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, la agencia penaliza o da un beneficio sobre este incumplimiento base. Debido a las características del portafolio analizado, el nivel de incumplimiento base ajustado se determinó en 13,3%.

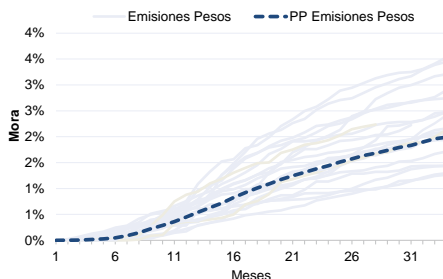
## Moras

TIPS Pesos N-3



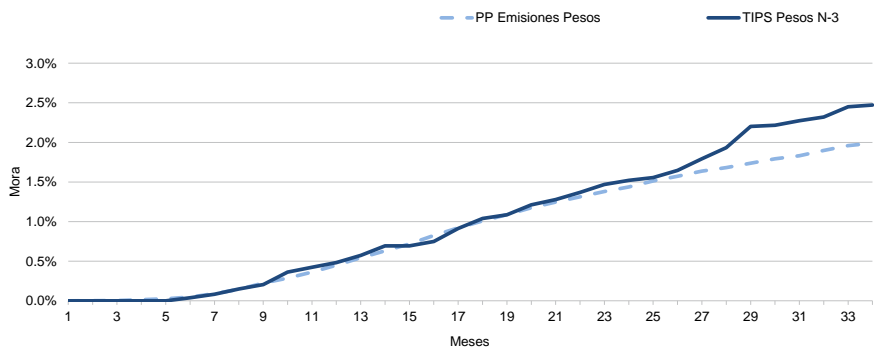
Fuente: TC y Fitch

## Histórico Mora Sin Recuperación para Emisiones en Pesos > 180 días



Fuente: TC y Fitch

## Mora Sin Recuperación TIPS Pesos N-3 >180



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 4,5%, durante los primeros 3 años de la emisión. Asimismo, el promedio ponderado es ligeramente superior a 2,5%. Para la emisión TIPS Pesos N-3, los niveles de mora sin recuperación resultaron superiores al

promedio de las de las emisiones comparables denominadas en pesos colombianos, al ubicarse en 2,5%. 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, 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.

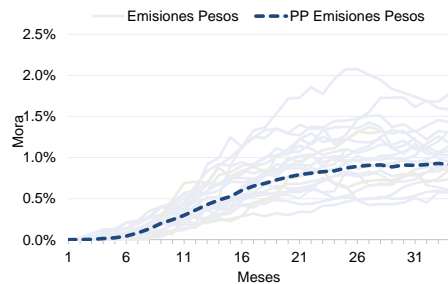
Para cada escenario de calificación, Fitch ajustó diferentes variables que determinan la recuperación, en caso de un evento de incumplimiento. El castigo al precio de la propiedad (*house price decline*, HPD) representa la disminución del valor de mercado de una propiedad a través del tiempo. El ajuste 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 un 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.

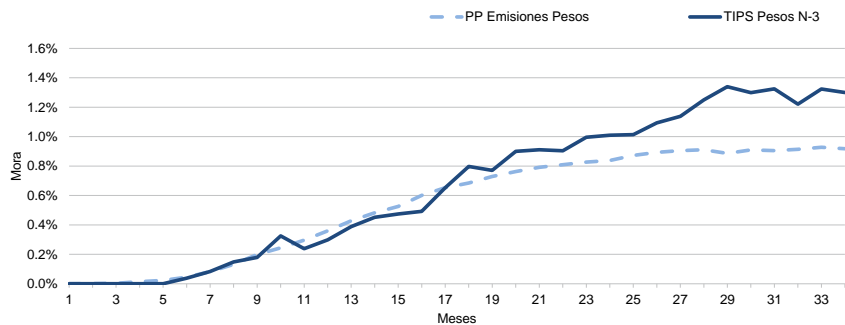


Histórico Mora Con Recuperación para Emisiones en Pesos > 180 días



Fuente: TC y Fitch

Mora Con Recuperación TIPS Pesos N-3 >180



Fuente: TC y Fitch

Para los primeros 3 años desde la emisión, los niveles promedio de mora de emisiones denominadas en pesos colombianos se acercan a 1%. El comportamiento de la mora con recuperación de los títulos TIPS Pesos N-3, que se sitúa en 1,3%, evidencia la efectividad de los procesos de cobranza y recuperación. Al revisar estos valores, los supuestos de recuperación utilizados por Fitch resultan conservadores.

### Prepagos

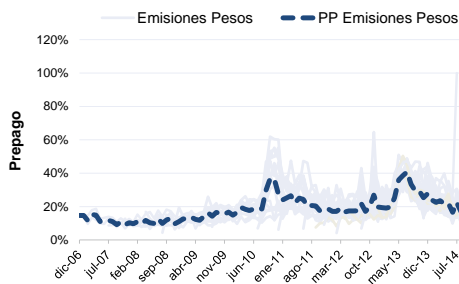
Para la agencia, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo de prepago que pudiese tener un deudor que obtenga una tasa mejor del mercado financiero. En este caso, el portafolio cuenta con un diferencial de tasa de 184 pbs. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende 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 con el modelo de Fitch se ubica entre 26% y 30%, para los próximos 4 años. Sin embargo, dado el evento de prepagos altos presentado durante 2013, la agencia espera que los niveles de prepago se sostengan en niveles inferiores al 25%. Esto se debe a que quienes tenían mayor disposición a pagar anticipadamente, lo hicieron durante este período. Por ello, se utilizó una tasa de prepago constante del 23% para realizar el análisis correspondiente. Al cierre de agosto de 2014, la tasa de prepago de los títulos TIPS Pesos N-3 se ubicó en 15,1%; en línea con las expectativas de Fitch.

La agencia considera que el diferencial de tasas de 184 pbs representa un riesgo moderado de prepago, puesto que puede constituir una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepago en los deudores. Sin embargo, los niveles positivos de OC de las series A y B las protegen ante eventos potenciales de prepagos. La variables de tasa de prepago se utilizó para realizar análisis de sensibilidad ante diferentes escenarios.

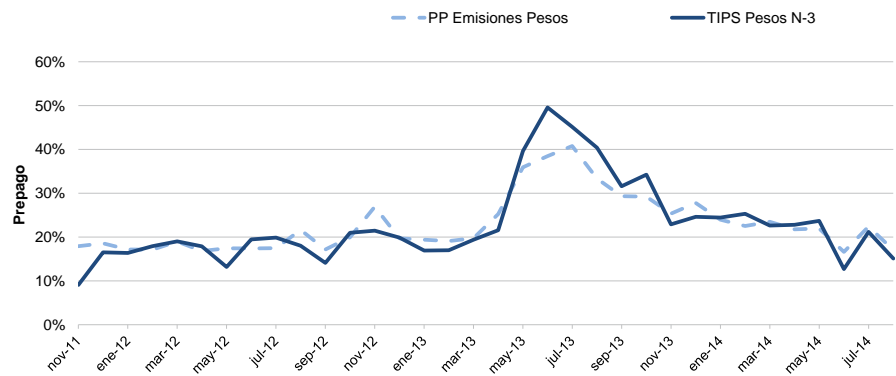
Los niveles altos de prepago afectaron los mecanismos de cobertura crediticia de los títulos TIPS Pesos N-3, los cuales se evidencian en un desempeño inferior al esperado en la acumulación de OC para las series subordinadas. Por esta razón, ha aumentado la vulnerabilidad de la transacción ante altos escenarios de estrés –derivados de un deterioro de la cartera o de los fundamentales de los activos que la conforman–. Los elementos anteriores sustentan las decisiones de calificación tomadas.

**Prepago Histórico**  
TIPS Pesos



Fuente: TC y Fitch

**Prepago Comparativo**  
TIPS Pesos N-3



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 el segundo semestre del mismo año, las tasas de prepago se estabilizaron. La expectativa de la calificadora es que estos prepagos se estabilicen en el mediano plazo.

## Resultados del Modelo de Incumplimiento

Serie	Calificación	PI	PDI
A	AAA(col)	34,5%	33,4
B	A(col)	21,6%	18,3
MZ	BBB(col)	14,6%	11,6
C	BB+(col)	12,6%	7,7%

PI – Probabilidad de Incumplimiento

PDI – Pérdida dado el Incumplimiento

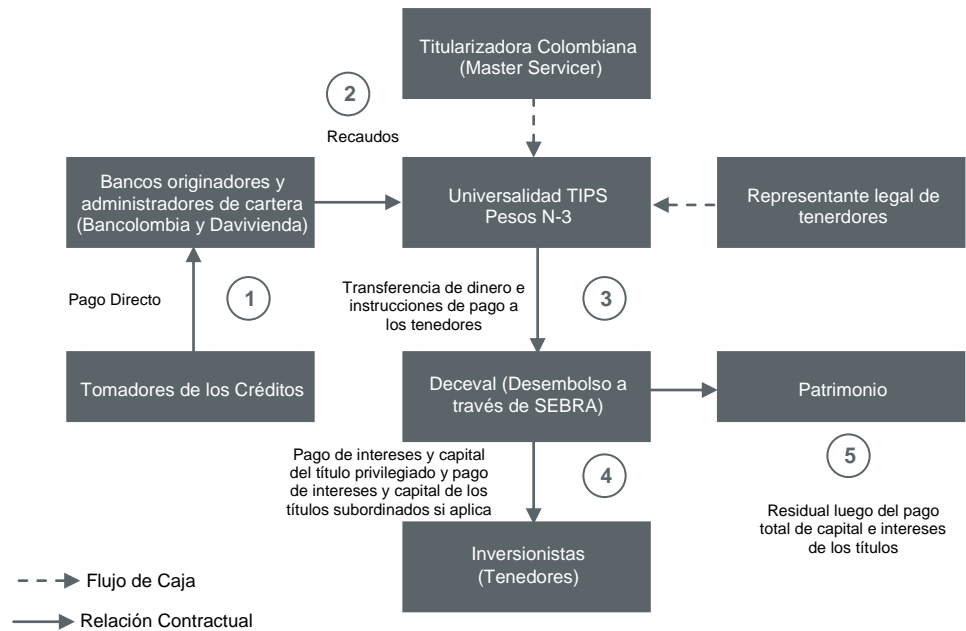
Fuente: Fitch y TC

## 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. Éstos forman parte de una universalidad única, a partir de la cual se emitieron las series de títulos, compuestas por una serie privilegiada (TIPS Pesos A 2021) y tres series subordinadas (TIPS Pesos B 2026, TIPS Pesos MZ 2026 y TIPS Pesos C 2026).



La universalidad se conforma a partir de la separación patrimonial de créditos hipotecarios, originados inicialmente por Bancolombia y Davivienda. A la fecha de corte de agosto de 2014, estas entidades participaban con 52% y 48% del saldo total de capital del portafolio vigente, respectivamente.

## Estructura Financiera

### Prelación de Pagos

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 el IFC y la Titularizadora Colombiana.
5. Pago de intereses de los TIPS Pesos B
6. En los casos en que se presenten las causales de suspensión de 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 de pagos de capital anticipado de TIPS Pesos B, hasta completar el saldo restante.
8. Pago de intereses a los TIPS Pesos MZ.
9. En caso de dinero remanente, se procede a pagar anticipadamente el capital de los TIPS A, B y MZ en su orden respectivo, hasta completar el saldo remanente.
10. Pago de intereses a los TIPS C.
11. Pago de capital de los TIPS C, hasta completar el saldo restante.
12. Pago adicional de los TIPS C.
13. Pagos por concepto de residuos.



Para los títulos TIPS Pesos A N-3, los intereses y el capital se pagan en modalidad mensual vencida con prepagos. Para los TIPS Pesos B N-3, TIPS Pesos MZ N-3 y TIPS Pesos C N-3, la modalidad de pago de capital es al vencimiento con prepagos. Las series subordinadas TIPS Pesos B, MZ y C N-3 son estrictamente secuenciales a la privilegiada, en cuanto al pago de capital. Adicionalmente, para la serie TIPS Pesos C N-3, una vez recibido el pago total de sus intereses y capital, recibirá un pago adicional, si existen 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, TIPS Pesos B y TIPS Pesos MZ se consideran de contenido crediticio. Por otro lado, por el pago adicional, los títulos TIPS Pesos C 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**

Al saldo vigente de la cartera, los mecanismos están representados en una sobrecolateralización del 37,5% para la serie A, del 7,1% para la serie B, del 1% para la serie MZ y con niveles negativos para la serie C. Estos niveles de OC han aumentado desde la emisión. De acuerdo al mecanismo de ajuste de balance y dependiendo del comportamiento del activo subyacente, deberían continuar presentando una tendencia creciente, gracias al margen financiero (*excess spread*), que tiene un valor de de 254 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 esto, la transacción cuenta con un mecanismo de ajuste, cuya finalidad es que el nivel de sobrecolateral para los títulos B sea 0%, como mínimo.

## **Modelación del Flujo de Caja**

### **Niveles de Prepago**

Para modelar los niveles de prepago asociados a portafolios denominados en pesos, Fitch considera los siguientes factores: la diferencia entre la tasa de interés promedio del mercado y la tasa de interés promedio que pagan los deudores; el margen financiero (*excess spread*) de la estructura; y el tiempo de vida de los créditos del portafolio. Dado que el nivel de *excess spread* se ha determinado en 254 pbs y la edad promedio de la cartera se encuentra en 42 meses, Fitch ha estimado que los niveles de prepago van a estar en rangos inferiores al 25%, en el corto y mediano plazo.

Al analizar los niveles de prepago presenciados durante 2013, la agencia estima una tendencia decreciente en la tasa de prepago. Por ello, utilizó un nivel de prepago constante del 23% para la modelación de toda la cartera. Fitch considera que niveles de prepago superiores a 25% pudiesen afectar el desempeño de los títulos emitidos y ello, reflejarse en las calificaciones asignadas.

Durante el último año, el promedio de tasa de prepago de la emisión TIPS Pesos N-3 se situó en 23,4%.

#### **Supuesto de Gastos**

Fitch ajusta sus supuestos de gastos, tanto fijos como variables, con base en la información entregada por TC. Éstos 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 la agencia, 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. Dicho modelo 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 al 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-3 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 de 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

### Bancolombia

Bancolombia tiene una calificación de emisor de largo plazo en moneda local por parte de Fitch de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' en el corto plazo. Estas calificaciones reflejan su buena posición competitiva, su generación sólida de utilidades, su base amplia de clientes y depositantes; la diversificación de su cartera de crédito y de sus fuentes de ingresos; así como su buena calidad de cartera, un nivel adecuado de provisiones y su posición fuerte de liquidez. Aunque se presentó un deterioro de la calidad de la cartera en 2009, ésta se cubrió adecuadamente. Este banco ocupa el primer lugar en Colombia por volumen de activos, además de liderar el mercado hipotecario.

### 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 su fondeo amplio y diversificado. Su experiencia en 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, ésta 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](mailto:maria.perez@fitchratings.com)

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Octubre 16, 2014

Acta Número: 3731

Objeto del Comité: Revisión Periódica

**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 'A(col)' corresponde a una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pudieran afectar la capacidad de pago oportuno de sus compromisos financieros, en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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.

Por lo anterior, la capacidad de pago de cada serie soporta valores de estrés en incumplimiento y recuperación, relativos para cada nivel de calificación. La Perspectiva Estable otorgada a la serie TIPS Pesos A N-3 se basa en que Fitch espera que el desempeño del portafolio de créditos se mantenga en una trayectoria similar a la registrada, considerando el perfil de pago de los deudores. Por otro lado, la Perspectiva Negativa de las series B, MZ y C considera que, de mantenerse el desempeño observado, el perfil crediticio de los títulos se deteriorará.

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 Robert Krause.

\*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).

**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.