

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-8

Titularizadora Colombiana

Informe de Calificación

Índice	
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
Estructura de la Emisión.....	6
Estructura Financiera.....	6
Riesgo de Contraparte.....	8
Análisis de Desempeño.....	8

Calificaciones

Serie	Monto (COP)	Tasa de Interés (%)	Vencimiento Legal	Calificación		Perspectiva
				Nacional	Sobrecolateral (%)	
TIPS A	66.992.827.819	6,79	May 2024	AAA(col)	24,6	Estable
TIPS B	15.068.700.000	8,63	May 2029	A-(col)	7,7	Estable
TIPS MZ	3.013.700.000	10,00	May 2029	BBB(col)	4,3	Estable
Total Emitido	85.075.227.819					
Saldo Cartera	87.376.658.634					

Nota: Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 28 de febrero de 2017. El monto estimado en pesos colombianos se calculó de acuerdo con la estructura de capital presentada y el saldo del portafolio al mismo corte. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Resumen de la Transacción

La afirmación de las calificaciones de los títulos emitidos por la universalidad TIPS Pesos N-8 se debe al funcionamiento correcto del mecanismo de sustitución incorporado en la estructura y el desempeño adecuado de la cartera, que garantiza el pago de intereses y principal. La cartera titularizada registra indicadores de mora y prepago congruentes con las expectativas de Fitch Ratings. En los últimos 12 meses a febrero de 2017, la estructura permitió que el sobrecolateral (*overcollateralization*; OC) para las series vigentes incrementara desde 258 puntos básicos (pbs) para la serie con mayor subordinación hasta 636 pbs para la serie más privilegiada, considerando la cartera productiva con hasta 180 días de morosidad. Esto resultó en un margen financiero de 348 pbs, estimados al 28 de febrero de 2017.

Factores Clave de las Calificaciones

Mecanismo de Sustitución de Cartera: A la fecha mencionada, el mecanismo de sustitución de créditos con moras superiores a 120 días ha funcionado correctamente, habiendo realizado sustituciones por un monto aproximado de COP3.200 millones. Fitch considera que el plazo restante de nueve meses de vigencia y el saldo disponible del mecanismo son suficientes para fundamentar las acciones de calificación tomadas.

Mecanismos Apropiados de Apoyo Crediticio: Al corte de febrero de 2017, cada una de las series vigentes poseía un nivel de sobrecolateralización positivo, desde 4,3% para la serie vigente con mayor subordinación hasta 24,6% para la serie TIPS Pesos A N-8, considerando una cartera con morosidad de hasta 180 días. Por lo tanto, la capacidad de pago de cada título está cubierta ante escenarios de prepago, por lo que el perfil de pago de cada serie mejorará en la medida en que se amplíe su cobertura crediticia y, en consecuencia, su margen financiero.

Características Conservadoras de la Cartera: El indicador de créditos que han alcanzado una mora igual o superior a 120 días sobre cartera original, de 2,01% a febrero de 2017, refleja la calidad de un portafolio de créditos con criterios de otorgamiento conservadores. Este indicador es positivo frente al desempeño de otras emisiones de títulos hipotecarios denominadas en pesos.

Estructura Secuencial de la Transacción: La cascada de pagos propuesta en la transacción incorpora mecanismos que favorecen el pago de la serie privilegiada en eventos de mora mayor de 30 días de más del 40% y, en eventos de mora mayor a 120 días (incumplimiento), de más de 30%. Asimismo, se busca realizar prepagos al título A de manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual al saldo conjunto de los títulos A y B. **Capacidades Operativa y de Gestión Adecuadas del Administrador Maestro:** Fitch reconoce la experiencia de Titularizadora Colombiana (TC) como administrador maestro y considera que su capacidad operativa y de gestión es un factor positivo para el desempeño de la emisión.

Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-8 (Abril 29, 2016).

Analistas

Santiago Toro
+57 1 484 6770 ext. 1251
santiago.toro@fitchratings.com

María Paula Moreno
+57 1 484 6770 ext. 1210
maria.moreno@fitchratings.com

Marco Legal Sólido: La estructura de la titularización se ampara en la solidez legal de la figura de universalidad, creada en la Ley 546 de 1999 y que Fitch reconoce como 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 Supuestos de Pérdida y Flujo de Caja para RMBS Criterio de Calificación Sectorial” del 19 de octubre de 2015, “Criterio de Calificación para RMBS en América Latina – Criterio Sector Específico” del 17 de febrero de 2017 y “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas – Criterio Maestro” del 27 de junio de 2016. Están disponibles en las páginas web de Fitch www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.co.

La agencia consideró que las características del portafolio titularizado difieren de aquellas observadas en los supuestos aplicables a emisiones de títulos respaldados por créditos hipotecarios en pesos colombianos, los cuales están enunciados en los criterios citados. Por esta razón, para otorgar las calificaciones iniciales, se realizó un análisis específico para determinar supuestos de incumplimiento, recuperación y prepago. Este análisis fue con base en información entregada por TC sobre el desempeño de la cartera originada por el Fondo Nacional del Ahorro (FNA), para el cual se determinó un escenario base de incumplimiento de 11,5%, niveles de pérdida de 100% y tasas de prepago entre 9% y 12%.

Simulación

Para el presente análisis, la calificadora consideró el desempeño de la transacción en cuanto a mejora de cobertura crediticia de los títulos así como el desempeño del portafolio subyacente. Teniendo en cuenta la evolución de estas variables dentro de las expectativas de Fitch, se considera que se mantiene la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios de diferentes indicadores, para lo cual no se realizó una simulación.

Suficiencia de la Información

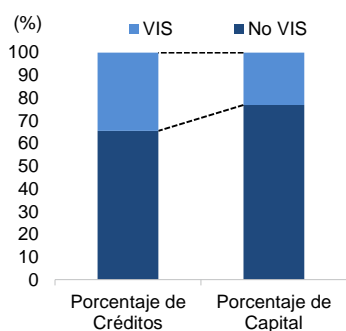
TC suministró a Fitch información de cada crédito que compone el portafolio, la cual incluyó saldo, tasa de interés, valor de los avalúos, originadores y otras variables claves. Los datos se entregaron en el formato solicitado por la agencia y, al ser revisados, se determinó que eran adecuados para el análisis. En este, 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.

Análisis del Colateral

Al 28 de febrero de 2017, el portafolio titularizado se componía de 2.526 créditos hipotecarios pertenecientes a los segmentos de vivienda VIS y no VIS, que corresponden respectivamente a aquellos con valor inferior y superior a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMLLV). La totalidad de los créditos fue originada por el FNA y 107 se beneficia de los subsidios en tasa de interés que otorga el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH).

Segmento

TIPS Pesos N-8



Fuente: TC y Fitch.

Metodologías Relacionadas

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo – Colombia (Octubre 19, 2015).

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 17, 2017).

Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio 27, 2016).

Características del Portafolio

	No VIS		VIS		Total
	No FRECH	FRECH	No FRECH	FRECH	
Número de Créditos	1620	35	799	72	2526
Saldo Cartera (COP)	66.365.194.143	844.571.505	18.675.449.461	1.512.339.582	87.397.554.691
PP OLTV (%)	59,8	57,2	62,8	60,5	60,4
PP CLTV (%)	40,6	32,5	47,7	44,7	42,1
PP Plazo Restante (Meses)	91	71	104	102	94
PP Edad (Meses)	73	86	71	71	73
PP Tasa de Interés (%)	11,8	11,6	12,6	12,4	12,0
PP Tasa Cliente (%)	11,8	7,5	12,5	7,4	11,9

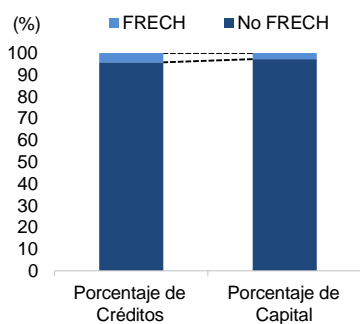
PP: promedio ponderado. OLTV: *original loan to value*; en español: relación valor original de la deuda al valor de la propiedad.

CLTV: *current loan to value*; en español: relación valor actual de la deuda al valor de la propiedad.

Fuente: TC y Fitch.

Subsidio

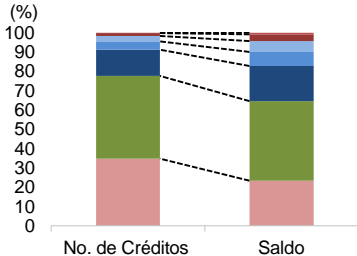
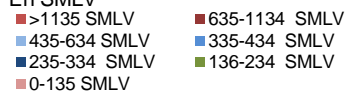
TIPS Pesos N-8



Fuente: TC y Fitch.

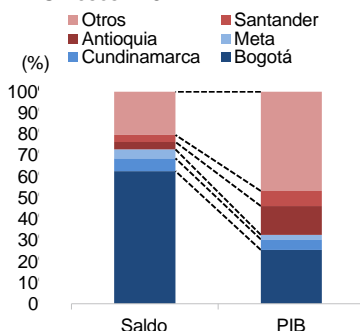
Concentración del Valor de la Propiedad

En SMLV



Concentración Geográfica

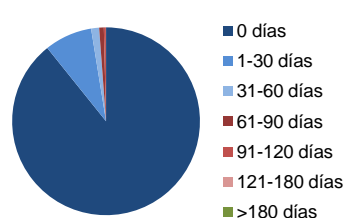
TIPS Pesos N-8



Fuente: TC y Fitch.

Moras

TIPS Pesos N-8



Fuente: TC y Fitch.

Relación Valor a Préstamo

La legislación colombiana limita el monto a desembolsar para un crédito hipotecario a máximo 70% del valor de la propiedad para préstamos no VIS y 80% para préstamos VIS. El portafolio analizado tiene un promedio ponderado de valor a préstamo (LTV; *loan-to-value*) total de 42,1%, cifra conservadora para el promedio del mercado y congruente con la de emisiones denominadas en pesos colombianos.

Razón de Deuda sobre Ingreso

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

Análisis del Originador o Administrador

La agencia reconoce que el FNA es una entidad con experiencia suficiente en el sector hipotecario, fortaleza que tomó en cuenta para las calificaciones. No obstante, debido a características implícitas de la originación y la administración de los créditos, se tomaron en consideración enfoques específicos para analizar la presente transacción.

Segmento y Perfil de los Deudores de la Propiedad

Existen datos dinámicos de morosidad que indican que los préstamos de VIS (segmento de vivienda con valor inferior a 135 SMMLV) se comportan de manera diferente a los de no VIS. Fitch reconoce que, por lo general, los préstamos de VIS son garantizados con propiedades menos deseables y tienen una probabilidad mayor de encontrarse en mal estado. Lo anterior aumenta el riesgo de incumplimiento cuando el deudor tiene dificultades para vender su vivienda. Los deudores de VIS también tienen una capacidad menor para acumular ahorros, por lo que la calificadora considera una probabilidad de incumplimiento mayor para dichos préstamos.

Concentración del Valor de la Propiedad

Valor de la Propiedad	No. de Créditos (%)	Saldo (%)
<135 SMMLV	34,8	23,3
135-234 SMMLV	42,8	41,2
235-334 SMMLV	13,4	18,3
335-434 SMMLV	4,3	7,3
435-634 SMMLV	2,9	5,6
635-1134 SMMLV	1,5	3,5
>1135 SMMLV	0,3	0,9

SMMLV = COP737.717.
Fuente: TC y Fitch.

La agencia considera que el valor de la propiedad es una aproximación útil para determinar el perfil de los deudores. Dado que 17,3% del saldo de capital del portafolio se concentraba en propiedades con avalúo superior a 335 SMMLV (COP216 millones) a febrero de 2017, Fitch espera que una parte significativa del portafolio corresponda a deudores con ingresos de medios a altos y un perfil crediticio bueno. A dicha fecha, el portafolio concentraba 91,1% de los créditos con avalúos inferiores a 335 SMMLV, mientras que el saldo de los mismos representaba 82,7% del total. Esto refleja una tendencia de concentración de capital en créditos con avalúos inferiores a 335 SMMLV.

Distribución Geográfica

Conforme a la tendencia de otras emisiones hipotecarias, el portafolio tiene una concentración alta de créditos en Bogotá, lo que constituye una penalidad sobre el incumplimiento base. Otros departamentos con concentración alta de créditos son Cundinamarca, Meta, Antioquia y Santander. El acumulado a febrero de 2017 de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (80%) y de créditos (78%) es elevado, al compararlo con la participación de los mismos en la generación de producto interno bruto (53%).

Distribución de las Moras

A febrero de 2017, 89,2% de la cartera estaba al día y 10,8% presentaba moras menores a 120 días. A la fecha de corte, no existían créditos con moras superiores sujetos de sustitución, de acuerdo con el mecanismo de sustitución parcial de créditos en mora. Para reflejar lo anterior,

Fitch define la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen atrasos en el pago según el nivel de su mora.

Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

La agencia opina que las características del portafolio titularizado difieren de aquellas observadas en los supuestos aplicables a emisiones de títulos respaldados por créditos hipotecarios en pesos. Por lo anterior, para derivar los supuestos de probabilidad base de incumplimiento esperada y los multiplicadores para cada nivel de calificación, se utilizó información histórica de las cosechas semestrales originadas por el FNA: desde 1990 hasta 2012, para préstamos denominados en unidades de valor real (UVR) y, desde 2006 hasta 2012, para préstamos en pesos.

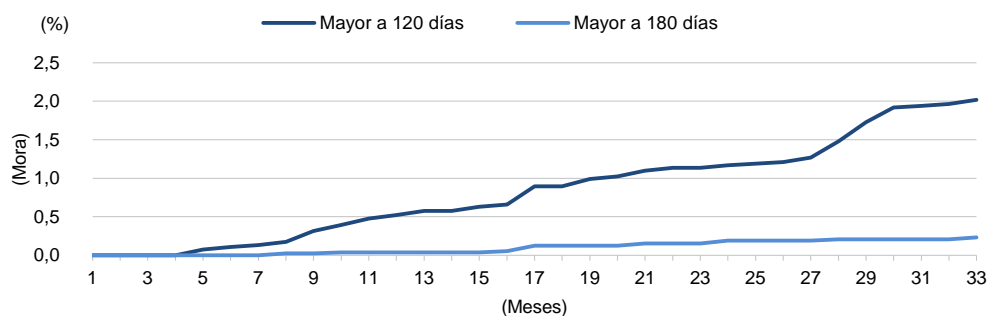
El nivel de incumplimiento registrado para los créditos denominados en pesos todavía no presenta un comportamiento estable, por lo que se realizó una proyección para determinar el desempeño futuro de estas cosechas. Para hacer esta extrapolación, se analizó el comportamiento histórico de los niveles de mora de créditos en UVR; de los cuales, se derivó un gradiente para determinar la curva de incumplimiento aplicable a los créditos originados por el FNA.

El desempeño histórico de los niveles de incumplimiento evidencia una estabilización a los 120 meses para créditos en UVR. Sin embargo, para las cosechas en pesos analizadas se estima que dicha estabilización se alcanza en el mes 100, en el cual la probabilidad de incumplimiento esperada es de 11,5% y se utiliza como estimación de incumplimiento base para el escenario de calificación B(col).

Fitch aplica a la probabilidad de incumplimiento base ajustada múltiplos acordes con los escenarios de calificación. Al determinar los múltiplos utilizados en esta transacción, se tuvo en cuenta el mayor nivel de estrés aplicado en la probabilidad de incumplimiento del escenario B(col). Para ello, se realizó una compresión de múltiplos para poder reflejar las expectativas de estrés asociadas a cada nivel de calificación. Como resultado, se determinó una probabilidad de incumplimiento base de 30,8% para el escenario AAA(col).

Mora Sin Recuperacion TIPS Pesos N-8

Más de 120 días



Fuente: TC y Fitch.

La gráfica anterior muestra que los niveles de mora sin recuperación para la emisión TIPS Pesos N-8 han alcanzado porcentajes cercanos a 2,01% para alturas de mora superiores o iguales a 120 días. Durante los primeros 33 meses de la emisión, el nivel de mora sin recuperación a 180 días de mora fue de 0,23%. El desempeño del portafolio durante el último año respecto a la variable de mora sin recuperación muestra un nivel inferior a la expectativa de incumplimiento inicial para la presente emisión.

Recuperación dado el Incumplimiento

Teniendo en cuenta la información histórica suministrada respecto a reestructuraciones y normalizaciones de créditos realizadas por el originador, la agencia estableció que dicha

información no es suficiente para determinar niveles de recuperación en caso de incumplimiento. Es por esto que el supuesto de recuperación para el portafolio de créditos subyacente de esta transacción es de 0% para todos los niveles de calificación.

Prepagos

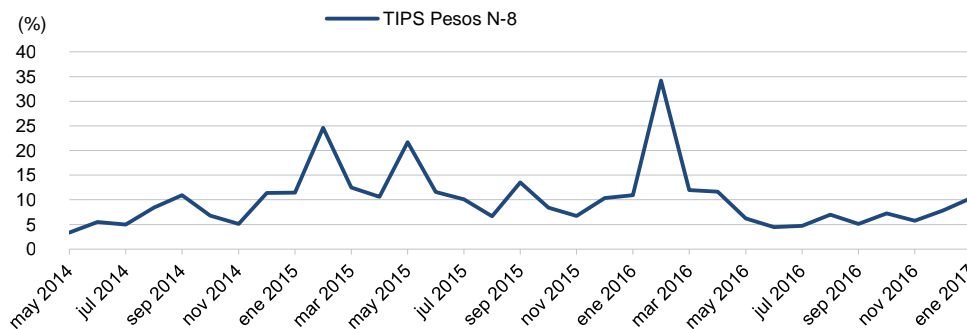
Para la calificadoradora, el diferencial de tasa es un buen indicador para el incentivo potencial para prepagar, el cual puede tener un deudor al que otra entidad financiera le ofrece una tasa mejor. En este caso, el portafolio cuenta con un diferencial de tasa negativo de 39 pbs. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende en gran parte del ingreso del deudor, lo que se refleja usualmente en el segmento al que pertenece la vivienda. Por lo general, el segmento del portafolio subyacente que se compone de cartera no VIS está expuesto a niveles mayores de prepagos que los créditos del segmento VIS.

Al analizar el comportamiento de la tasa de prepagos en la cartera hipotecaria originada por el FNA, se concluyó que las tasas de prepagos observadas no fluctúan con las tasas de interés de mercado. Para establecer los supuestos de prepagos aplicados al portafolio subyacente, se realizó un análisis de créditos hipotecarios denominados tanto en UVR como en pesos, originados por el FNA; se identificó que no había diferencias en los patrones de prepagos según la denominación de los préstamos. Teniendo en cuenta los niveles de prepagos históricos presentados en los títulos respaldados por activos hipotecarios, se establecieron niveles de prepagos aplicables a la cartera hipotecaria originada por el FNA.

Durante el período 2009–2013, la tasa de prepagos promedio de cartera hipotecaria titularizada fue de 29,71% en pesos y de 12,2% en UVR. En este mismo período, los créditos en pesos del FNA tuvieron niveles de prepagos de 6,4% y los créditos en UVR, de 6,6%. Debido al desempeño histórico de la variable de prepagos y la maduración de la emisión, la tasa de prepagos se estimó en 9% para el primer año de modelación y 12% a partir del segundo año y hasta su vencimiento. Estos niveles son inferiores al compararlos con los prepagos históricos registrados por otras transacciones.

Fitch considera que, al existir un diferencial negativo entre la tasa de interés promedio ponderada del portafolio y la tasa de mercado, el riesgo de prepagos es menor. Lo anterior es porque no constituye una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepagos en los deudores. La agencia espera que la tasa de interés menor que deben pagar los deudores de créditos con cobertura FRECH, sumado a que el beneficio no es transferible en caso de refinanciación con otra entidad, aminore los niveles de prepagos para créditos con estas características.

Prepagos TIPS Pesos N-8

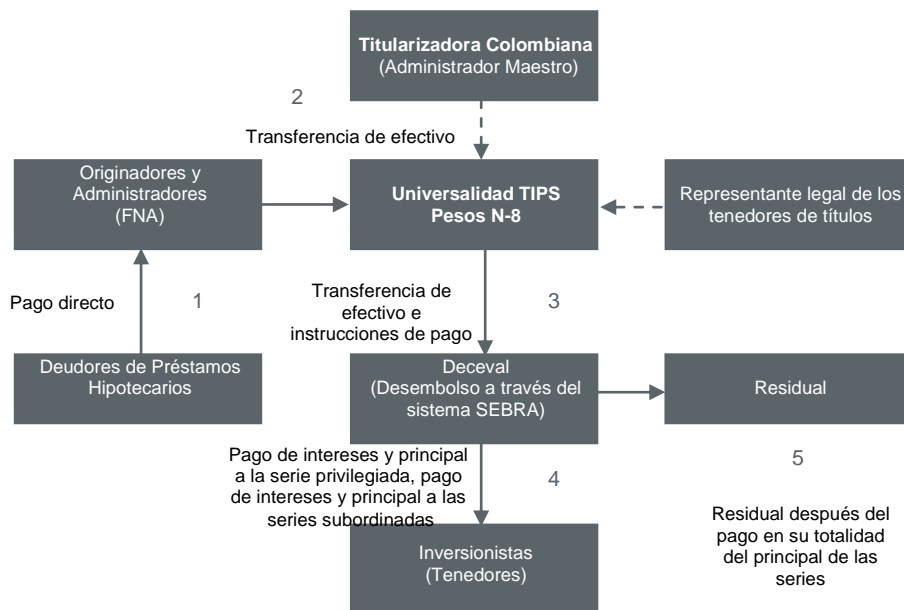


Fuente: TC y Fitch.

Como se puede observar en la gráfica anterior, durante el último año el prepagos tuvo un promedio de 7,6%. En febrero de 2015 y 2016, se observó un alza en el prepagos como resultado del uso de

recursos provenientes de los pagos de cesantías de los deudores para la amortización anticipada de los préstamos vinculados a este producto. La expectativa de la calificadora es que estos prepagos presenten una tendencia estable parecida al comportamiento registrado hasta febrero de 2017.

Estructura de la Emisión



Fuente: TC.

El portafolio titularizado se compone de préstamos hipotecarios de los segmentos de VIS y no VIS. Estos 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 2024) y dos subordinadas (TIPS Pesos B 2029 y TIPS Pesos MZ 2029). La universalidad se conforma a partir de la separación patrimonial de créditos hipotecarios, originados inicialmente por FNA.

Estructura Financiera

Prelación de Pagos

La prelación de pagos es la siguiente:

1. gastos periódicos y administrativos de la emisión;
2. pago de intereses y capital programado de los títulos TIPS A;
3. prepagos del título A, de manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual a la suma del saldo de los títulos A y B;
4. pago de intereses y saldo utilizado del mecanismo de cobertura parcial de TC;
5. pago de intereses de los TIPS B;
6. en los casos en que apliquen las causales de suspensión pagos de capital anticipado de TIPS A hasta completar el saldo restante;
7. en los casos en que apliquen las causales de suspensión pagos de capital anticipado de TIPS B hasta completar el saldo restante;
8. pago de intereses de los TIPS MZ;
9. pago de capital anticipado de TIPS A hasta completar el saldo restante;
10. pago de capital de TIPS B hasta completar el saldo restante;
11. pago de capital 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-8, los intereses y el capital se pagarán en modalidad mensual vencida con prepagos. Para los TIPS Pesos B N-8 y TIPS Pesos MZ N-8, la modalidad de pago de capital es al vencimiento (*bullet*) con prepagos. Las series subordinadas TIPS Pesos B N-8 y TIPS Pesos MZ N-8 son estrictamente secuenciales a la privilegiada en lo que se refiere al pago de capital. Además, para la serie TIPS Pesos MZ N-8, una vez recibido el pago total de sus intereses y capital, se obtendría un pago adicional si existiesen remanentes en el flujo recaudado. El objetivo de este último pago sería mantener el retorno esperado de los títulos al momento de la compra (tasa interna de retorno).

Dadas estas características, los títulos TIPS Pesos A y B N-8 son de contenido crediticio, mientras que los títulos TIPS Pesos MZ N-8 se consideran de contenido mixto por el pago adicional. El alcance de las calificaciones se limita a las obligaciones de pago de intereses y capital programado para las series vigentes.

Mecanismos de Mejora Crediticia

El mecanismo principal para mejorar el crédito de esta transacción corresponde al de sustitución parcial de créditos con mora superior a 120 días, el cual mitiga el riesgo de crédito de la cartera titularizada al transferirlo a su originador. Lo anterior es por un período de 42 meses contados a partir de la fecha de emisión o hasta que la serie privilegiada TIPS Pesos A N-8 alcance un nivel de sobrecolateral de 36% y se hace por un valor máximo de 40% del saldo del portafolio de créditos a la fecha de emisión. El efecto de este mecanismo de sustitución es mantener, durante su vigencia, la totalidad del saldo de la cartera subyacente en niveles de mora inferiores a 120 días. De esta forma, se sustituyen los créditos de rangos de incumplimiento elevados.

Los títulos TIPS Pesos N-8 gozan de mecanismos adicionales de mejora crediticia y están representados en una sobrecolateralización de 24,6% del saldo total de la cartera para la serie TIPS A, 7,7% para la serie TIPS B y 4,3% para la serie TIPS MZ. Estos niveles han aumentado desde el momento de la emisión. De acuerdo con el mecanismo de ajuste de balance y según sea del comportamiento del activo subyacente, deberían continuar creciendo gracias al margen financiero (*excess spread*), que tiene un valor de 348 pbs para la presente emisión.

Los factores anteriores se combinan con los mecanismos de redirección de los flujos de caja. Algunos de estos son el ajuste de balance de capital requerido y las causales de suspensión, que buscan que la cartera vigente cubra en todo momento el saldo de los títulos A y B, al tiempo que permiten priorizar el pago de la serie privilegiada ante incrementos significativos en los niveles de mora e incumplimiento a 30 y 120 días, respectivamente.

Marco Jurídico

La emisión TIPS Pesos N-8 se estructuró conforme a la figura legal de las universalidades, la cual implica un aislamiento patrimonial total del subyacente con respecto a la entidad emisora y los bancos originadores, además de que posee una protección mayor que 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 TC; así como de los rendimientos derivados de inversiones temporales de los flujos recaudados. Fitch reconoce que el marco legal en el que se estructuró la emisión, factor considerado para las calificaciones, es una fortaleza de la transacción, especialmente en lo referente a la Ley de Vivienda 546 de 1999 y a las garantías otorgadas por la misma a la figura de las universalidades.

Riesgo de Contraparte

Fondo Nacional del Ahorro

FNA originó 100% de la cartera que conforma el portafolio de esta transacción. Esta entidad posee una calificación de emisor de largo plazo en moneda local de Fitch de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' para el corto plazo. Estas calificaciones reflejan la estructura fuerte de capital con la que cuenta la entidad, sus coeficientes amplios de liquidez, el respaldo que le proporciona el gobierno y que garantiza todas las obligaciones contraídas por el FNA, y la estabilidad que mantiene la cartera de créditos. El FNA juega un papel importante en el plan de desarrollo del gobierno con respecto a las estrategias de vivienda. Asimismo, el FNA tiene una calificación de administrador de financiamiento estructurado de 'RMBS1-(col)', que se otorgó con base en la mejora consistente de procesos operativos, una participación significativa en el mercado de créditos hipotecarios y una escala de negocios amplia.

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 por parte de la agencia se divide en dos partes: la revisión permanente y periódica de la información recibida y una revisión completa en cada comité de manera 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 satisfaga 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 o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como la agencia siempre ha dejado claro, esta no provee asesoramiento legal o impositivo ni confirma que las opiniones legales 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 o de estructuración de Fitch y no debe ser utilizado ni interpretado como tal. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

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 [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://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. 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 INTERESES, 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 © 2017 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, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), 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 e informes 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 o un informe 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 y sus informes, 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 y las proyecciones de información financiera y de otro tipo 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 y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. 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 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.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".