

# Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-8

Titularizadora Colombiana  
Informe de Calificación

## Índice

	Página
Resumen de la Transacción .....	1
Factores Clave de las Calificaciones ...	1
Factores Adicionales de las Calificaciones.....	2
Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información .....	2
Análisis del Colateral .....	3
Recuperación dado el Incumplimiento ..	5
Prepagos .....	6
Escenarios de Estrés.....	7
Estructura de la Emisión .....	7
Estructura Financiera .....	8
Modelación del Flujo de Caja .....	9
Riesgo de Contraparte .....	11
Análisis de Desempeño .....	11

## Calificaciones

Serie	Monto (COP)	Tasa de Interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral	Perspectiva
TIPS A	117.155.250.278	6,79%	Mayo 2024	AAA(col)	12,3%	Estable
TIPS B	15.068.700.000	8,63%	Mayo 2029	A-(col)	1,0%	Estable
TIPS MZ	3.013.700.000	10,0%	Mayo 2029	BBB(col)	-1,3%	Estable
<b>Total Emitido</b>	<b>135.237.650.278</b>					
<b>Saldo Cartera</b>	<b>131.296.048.966</b>					

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 28 de febrero de 2015. El monto estimado en pesos fue calculado de acuerdo con la estructura de capital presentada y el saldo del portafolio con corte al 28 de febrero de 2015.

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 acordes a las expectativas de Fitch Ratings. Conforme a lo anterior, la estructura ha permitido que el sobrecolateral (OC) para las series vigentes se haya incrementado durante el último año en niveles superiores a 74 pbs (puntos básicos), considerando la cartera productiva hasta con 180 días de morosidad, permitiendo establecer su margen financiero en 300 pbs estimados al 28 de febrero de 2015.

Por lo anterior, la capacidad de pago las series emitidas soportan valores de estrés en incumplimiento relativos a cada nivel de calificación. La Perspectiva Estable otorgada a las series se basa en que Fitch espera que el desempeño del portafolio de créditos mantenga una tendencia similar a la registrada, considerando el perfil de pago de los deudores.

## Factores Clave de las Calificaciones

**Mecanismo de Sustitución de Cartera:** A la fecha del presente análisis, el mecanismo de sustitución de créditos con moras superiores a 120 días ha funcionado correctamente, habiendo realizado sustituciones por aproximadamente COP662 millones. Fitch considera que el plazo restante de 33 meses de vigencia y el saldo disponible del mecanismo son suficientes para concluir en las acciones de calificación tomadas.

**Mecanismos Apropriados de Apoyo Crediticio:** Al cierre de febrero de 2015, la serie TIPS Pesos A N-8 registró niveles de OC positivos de 12,3%, considerando cartera con morosidad de hasta 180 días. Para las series subordinadas TIPS Pesos B N-8 y TIPS Pesos MZ N-8, los niveles de OC fueron respectivamente de 1% y -1,3%.

**Características Conservadoras de la Cartera:** Un indicador de 0,04% de incumplimiento sobre cartera original refleja un desempeño adecuado del portafolio de créditos titularizados. Lo anterior considera aquellos créditos que, en algún momento de la vida de la transacción, superaron una morosidad de 180 días frente al saldo originalmente transferido a la universalidad.

## Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-8  
(Mayo 29, 2014).

## Analistas

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

María Paula Moreno  
+571 484 6770 ext. 1210  
[maria.moreno@fitchratings.com](mailto:maria.moreno@fitchratings.com)

## Factores Clave Adicionales de las Calificaciones

**Estructura 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 de 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 conjunto de los títulos A y B.

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

**Marco Legal Sólido:** La estructura de la presente titularización se ampara en la solidez legal de la figura de universalidad, creada en la Ley 546 de 1999, la cual Fitch reconoce 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 20 de febrero de 2015; y “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, del 13 de abril de 2015. Están disponibles en las páginas web de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co).

Fitch considera que las características del portafolio titularizado difieren de aquellas observadas en los supuestos aplicables a emisiones de títulos respaldados por créditos hipotecarios en pesos, los cuales están enunciados en los criterios citados anteriormente. Por esta razón, se realizó un análisis específico para determinar supuestos de incumplimiento, recuperación y prepagos.

Este análisis se basó 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 prepagos entre 9% y 12%.

### 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 adecuó al mecanismo parcial de sustitución de créditos en mora, la cascada y 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 de cada crédito que compone el portafolio, la cual incluyó saldo, tasa de interés, valor de los avalúos, originadores y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por la agencia y, al ser revisada, se determinó que era adecuada para el análisis.

### Metodologías Relacionadas

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

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 20, 2015).

Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Abril 13, 2015).

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

### Análisis del Colateral

Al 28 de febrero de 2015, el portafolio titularizado se componía de 3.144 créditos hipotecarios pertenecientes a los segmentos de VIS y No VIS. El segmento VIS corresponde al de vivienda con valor inferior o igual a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV), mientras que el No VIS corresponde al de vivienda con valor superior a 135 SMMLV. Del total de créditos, 4,8% son beneficiarios del subsidio en tasa otorgado por el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH). Todos los créditos fueron originados por el FNA.

#### Características del Portafolio

	No VIS		VIS		Total
	No FRECH	FRECH	No FRECH	FRECH	
# de Créditos	2119	65	872	88	3.144
Saldo Cartera	103.559.759.385	2.107.715.524	23.552.126.810	2.208.361.354	131.427.963.073
PP OLV	58,32%	58,12%	63,06%	60,66%	59,20%
PP CLTV	44,93%	38,64%	53,23%	50,64%	46,41%
PP Plazo Restante	112	86	127	126	115
PP Edad	44	53	45	42	45
PP Tasa de Interés	11,47%	11,46%	12,40%	12,18%	11,65%
PP Tasa Cliente	11,47%	7,38%	12,40%	7,15%	11,50%

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 46,41%. Estos valores son conservadores para el promedio del mercado y congruentes 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 a 30% de los ingresos familiares.

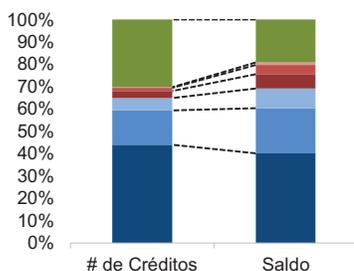
### Análisis de los Originadores / Administradores

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

### Concentración del Valor de la Propiedad

En SMLV

- 0-134 SMLV
- 635-1134 SMLV
- 335-434 SMLV
- 135-234 SMLV
- >1135 SMLV
- 435-634 SMLV
- 235-334 SMLV



Fuente: TC y Fitch

## 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 30% adicional.

### Concentración del Valor de la Propiedad

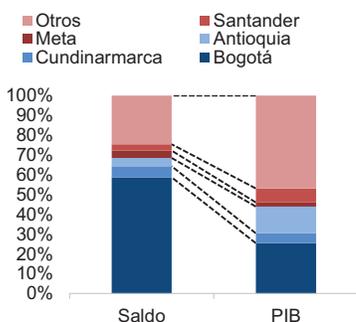
Valor de la Propiedad	# de Créditos	% Saldo
<135 SMMLV	30,3%	19,2%
135-234 SMMLV	44,0%	40,1%
235-334 SMMLV	15,4%	20,2%
335-434 SMMLV	5,6%	8,8%
435-634 SMMLV	3,1%	6,4%
635-1134 SMMLV	1,5%	4,1%
>1135 SMMLV	0,3%	1,1%

\*SMMLV= COP644.350,00  
Fuente: TC, Fitch

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 20,4% del saldo de capital del portafolio se concentra en propiedades con avalúo superior a 335 SMMLV (COP216 millones), la agencia espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos medios-altos con un perfil crediticio bueno. El portafolio concentra 74,3% de los créditos con avalúos inferiores a 234 SMMLV, mientras que el saldo de los mismos representa 59,3% del total. Esto evidencia una tendencia de concentración de capital en créditos con avalúos inferiores a 234 SMMLV.

## Concentración Geográfica

TIPS Pesos N-8



Fuente: TC y Fitch

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 20,4% del saldo de capital del portafolio se concentra en propiedades con avalúo superior a 335 SMMLV (COP216 millones), la agencia espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos medios-altos con un perfil crediticio bueno. El portafolio concentra 74,3% de los créditos con avalúos inferiores a 234 SMMLV, mientras que el saldo de los mismos representa 59,3% del total. Esto evidencia una tendencia de concentración de capital en créditos con avalúos inferiores a 234 SMMLV.

## 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 Cundinamarca, Antioquia, Meta y Santander. El acumulado de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (75%) y de créditos (74%) es alto al compararlo con la participación de los mismos en la generación de producto interno bruto (53%).

## Distribución de las Moras

A febrero de 2015, 88,4% de la cartera estaba al día, mientras que 11,6% presentaba 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.

## Moras

TIPS Pesos N-8



Fuente: TC y Fitch

## Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

Fitch considera 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 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 dicho mes, la probabilidad de incumplimiento esperada es de 11,5%, que se utiliza como estimación de incumplimiento base y forma el escenario de calificación B(col).

Para determinar la probabilidad de incumplimiento del portafolio total, Fitch utilizó un modelo crédito a crédito que evalúa las características individuales de cada obligación. Teniendo en cuenta 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, Fitch penaliza o da un beneficio sobre el incumplimiento base. Debido a las características del portafolio analizado, el nivel de incumplimiento base ajustado se determinó en 14,7%.

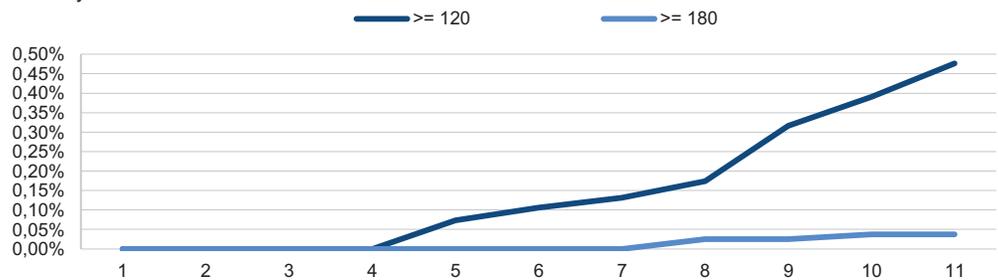
Fitch aplica a la probabilidad de incumplimiento base ajustada a múltiplos acordes con los escenarios de calificación. Al determinar los múltiplos utilizados en esta transacción, se tuvo en cuenta el mayor nivel de estrés aplicado en la probabilidad de incumplimiento del escenario B(col). Para ello, 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 36,6% para el escenario AAA(col).

Múltiplos Aplicados al FNA	
Calificación	COP
AAA(col)	3,18
AA(col)	2,78
A(col)	2,11
BBB(col)	1,39
BB(col)	1,08
B(col)	1,00

Fuente: Fitch

### Mora Sin Recuperación TIPS Pesos N-8

> 120 y >180 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 inferiores a 0,5% para alturas de mora superiores o iguales a 120 días. Durante los primeros 10 meses de la emisión, el nivel de mora sin recuperación a 180 días de mora ha sido inferior a 0,1%. 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

Teniendo en cuenta la información histórica suministrada respecto a reestructuraciones y normalizaciones de créditos realizadas por el originador, Fitch 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 calificadora, el diferencial de tasa es un buen indicador para el incentivo potencial a 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 de 40 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. Por ende, el supuesto determinado para transacciones denominadas en pesos no es aplicable.

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. En dicho análisis, 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.

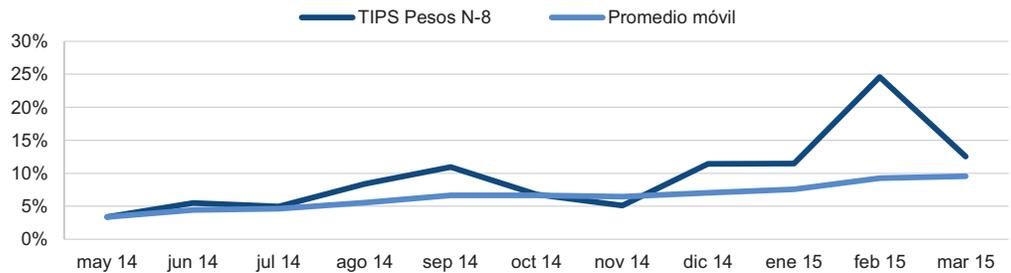
Durante el período 2009-2013, la tasa de prepagos promedio de cartera hipotecaria titularizada fue de 29,71% en pesos y de 12,2% en UVR. En este mismo período, los créditos en pesos del FNA tuvieron niveles de prepagos de 6,4% y los créditos en UVR, de 6,6% .

Debido al desempeño histórico de la variable de prepagos, esta se estimó en 9% para los primeros 2 años de la emisión y 12% a partir del tercer año y hasta su vencimiento. Estos niveles son inferiores al compararlos con los prepagos históricos registrados por otras transacciones, tal como se puede observar en las gráficas anteriores.

Fitch considera que el diferencial de 40 pbs, entre la tasa de interés promedio ponderada del portafolio y la tasa de mercado, no representa un riesgo de prepagos. Lo anterior es porque no constituye una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepagos en los deudores.

La composición del portafolio, en lo que se refiere a créditos con y sin cobertura FRECH, ayuda a mitigar el riesgo de prepagos. El 4,8% del portafolio corresponde a créditos con cobertura FRECH. Fitch espera que la tasa de interés menor que deben pagar estos deudores, 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.

**Prepago TIPS Pesos N-8**



Fuente: TC y Fitch

Como se puede observar en la gráfica anterior, durante los primeros 10 meses de la emisión, el prepago tuvo un promedio aproximado a 10%. En febrero de 2015, se observó un alza en el prepago, 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 el momento.

**Escenarios de Estrés**

La tabla Resultados del Modelo de Incumplimiento expone los supuestos utilizados en el análisis en un escenario de estrés para la calificación otorgada a las series vigentes 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.

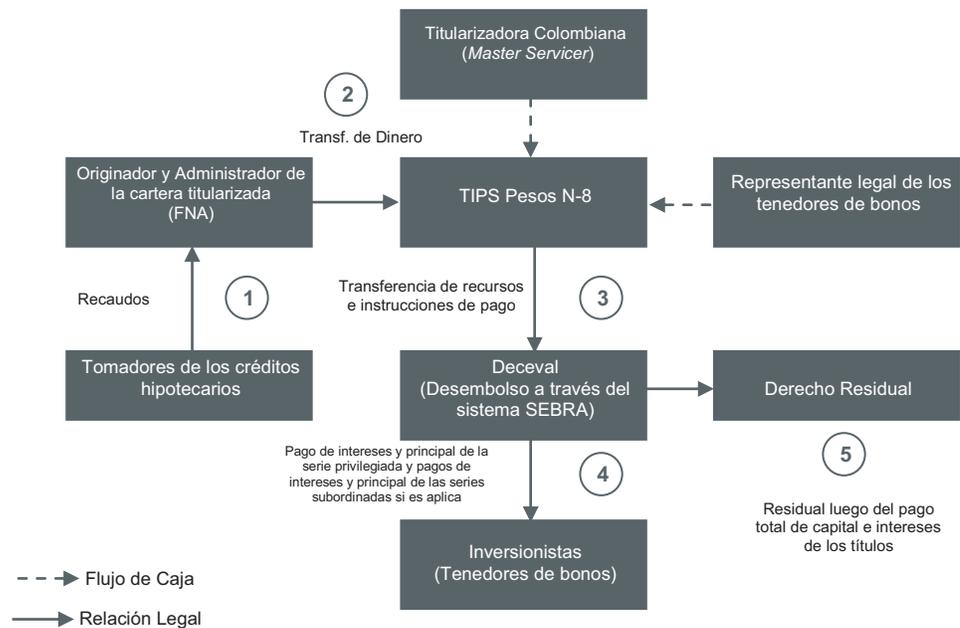
Serie	Calificación	PD	LGD
A	AAA(col)	46,1%	100,0%
B	A-(col)	27,3%	100,0%
MZ	BBB(col)	35,9%	100,0%

PD: Probability of default, probabilidad de incumplimiento.  
 LGD: Loss given default, pérdida dado el incumplimiento.  
 Fuente: Fitch, TC

**Estructura de la Emisión**

El portafolio titularizado se compone de préstamos hipotecarios de los segmentos 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 series 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 el FNA.

Estructura Financiera



Prelación de Pagos

1. Gastos periódicos y administrativos de la emisión;
2. pago de intereses y capital programado a los títulos TIPS A;
3. prepagos al título A de tal manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual al saldo conjunto 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 títulos TIPS B;
6. en los casos en que se presenten las causales de suspensión, pagos de capital anticipado de TIPS A hasta completar el saldo restante;
7. en los casos en que se presenten las causales de suspensión, pagos de capital anticipado de TIPS B hasta completar el saldo restante;
8. pago de intereses a 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 será *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, una vez recibido el pago total de sus intereses y capital, la serie TIPS Pesos MZ N-8 obtendría un pago adicional, si existiesen remanentes en el flujo recaudado. El objetivo de este último pago es mantener el retorno esperado de los títulos al momento de la compra (TIR).

Por estas características, los títulos TIPS Pesos A y B N-8 se consideran únicamente de contenido crediticio, mientras que los títulos TIPS MZ N-8, por cuenta del pago adicional, son de contenido mixto. Sin embargo, el alcance de la calificación asignada por Fitch se limita a las obligaciones de intereses y de capital programado de cada una de las series. De este análisis se excluye este pago adicional, el cual no constituye una obligación de pago para la estructura.

### **Mecanismos de Mejora Crediticia**

El mecanismo principal para mejorar el crédito de esta transacción corresponde al de sustitución parcial de créditos en mora superiores a 120 días. Este mitiga el riesgo de crédito de la cartera titularizada al transferirlo a su originador mediante la sustitución de los créditos con moras superiores a 120 días. Esto 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 sustituirán 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 12,3% para la serie TIPS A y de 1% para la serie TIPS B con respecto al saldo total de la cartera. 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, estos deberían continuar creciendo gracias al *excess spread*, que tiene un valor de 300 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.

## **Modelación del Flujo de Caja**

### **Niveles de Prepago**

Para modelar los niveles de prepago asociados a portafolios denominados en pesos, Fitch consideró el comportamiento histórico de esta variable en la cartera hipotecaria originada por el FNA y su comparación con los niveles observados en transacciones con portafolios denominados en pesos.

El nivel de prepago utilizado fue el mismo para toda la cartera y para todos los niveles de calificación. Las tasas de prepago proyectadas son de 9% para los primeros 2 años de la emisión y de 12% a partir del tercer año. Estas tasas resultan adecuadas, al compararlas con el promedio registrado en los últimos 10 meses de 9,26% de los títulos TIPS Pesos N-8.

### **Supuesto de Gastos**

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

**Tiempo de Recuperación**

Para esta transacción, la calificadora asume un nivel de recuperación de 0% desde que un préstamo cae en incumplimiento.

**Nivel y Distribución del Incumplimiento**

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

**Mecanismo de Sustitución de Créditos en Mora**

En la modelación del flujo de caja se incluyó el efecto que este mecanismo tiene sobre el desempeño de la transacción. Considerando que el saldo de cartera con niveles de mora mayores a 120 días será de cero durante la vigencia de este mecanismo, se realizó un ajuste a las curvas de incumplimiento de cada subconjunto de créditos.

**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. Para el caso de la cartera FRECH, incluida en el portafolio analizado, se enfatizó en el impacto que tiene la reducción de flujos en el momento en que culmina la cobertura.

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-8 se estructuró conforme a la figura de las universalidades, que implica un aislamiento patrimonial total del subyacente con respecto a la entidad emisora y los bancos originadores. Esta figura legal posee una protección aún mayor que la de los patrimonios autónomos. Esta universalidad se integra 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 y las garantías legales otorgadas por la Ley a la figura de las universalidades.

## Riesgo de Contraparte

### Fondo Nacional del Ahorro (FNA)

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, los coeficientes amplios de liquidez (26% del total de los activos), el respaldo proporcionado por el Gobierno, con el cual se garantizan 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)', la cual se otorgó con base en la mejora consistente de procesos operativos, una participación de 16,5% 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 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) 484-6770 ext. 1460  
E-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Abril 28, 2015

Acta Número: 3975

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 otras 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.

Por su parte, 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.

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 relativos para cada nivel de calificación. La Perspectiva Estable otorgada a las series emitidas se basa en que Fitch espera que el desempeño del portafolio de créditos se mantenga en una trayectoria similar a la registrada, dado el perfil de pago de los deudores.

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)\*: Juan Pablo Gil, Greg Kabance 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://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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 LÍDER 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 © 2015 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 disseminación 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.