

# Reporte de calificación

---

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS E-15

**Comité Técnico:** 16 de junio de 2016  
**Acta número:** 962

**Contactos:**  
**Mariana Zuluaga Murillo**  
[mariana.zuluaga@spglobal.com](mailto:mariana.zuluaga@spglobal.com)  
**Luisa Fernanda Higuera Joseph**  
[luisa.higuera@spglobal.com](mailto:luisa.higuera@spglobal.com)

# TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS E-15

REVISIÓN PERIÓDICA		
Tips Pesos B E-15	Tips Pesos Mz E-15	Tips Pesos C E-15
Calificación 'AAA'	Calificación 'AA'	Calificación 'AA'

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

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV subió la calificación de deuda de largo plazo de los Tips Pesos B E-15 a 'AAA' de 'AA+' y mantuvo la calificación de 'AA' y 'AA-' de los Tips Pesos Mz E-15 y Tips Pesos C E-15, respectivamente.

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

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para los Tips B E-15, Tips Mz E-15 y Tips C E-15 con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada serie podría asumir sin incumplirles a los tenedores de los títulos. Este análisis evidenció que la capacidad de la estructura para resistir escenarios de tensión extremos en los niveles requeridos para las calificaciones asignadas a cada clase de título es muy alta y que el nivel actual de cartera vencida del activo subyacente no representa ningún riesgo para el pago de la transacción.

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

- La antigüedad de los créditos.
- El plazo.
- Las moras presentadas en pagos de intereses y capital.
- La ubicación geográfica de los bienes inmuebles.
- La existencia de seguros de catástrofe.
- La relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o *loan to value* (LTV, por sus siglas en inglés), entre otras variables.

Para el caso de la transacción Tips Pesos E-15, estas características son consistentes con los criterios de selección de la cartera y en especial con la cartera arquetipo que BRC ha definido para un portafolio de cartera hipotecaria.

Para esta transacción, los mecanismos de cobertura de la emisión se fundamentan en el esquema de prioridad de pagos. Consideramos que este sistema de cascada de pagos constituye un instrumento eficaz para la asignación de los recursos destinados a la atención de las obligaciones y de los gastos a cargo de la universalidad. Dado que el administrador pagó en su totalidad la serie A en diciembre de 2015, la subordinación de pagos existente entre las clases B, Mz y C (en ese orden de prioridad) proporcionan un mayor nivel de cobertura para la clase B.

También evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la administración adecuada de la cartera a titularizar por cada originador o administrador, específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' asignada por BRC).

BRC realizó diversos escenarios de estrés para evaluar la capacidad de pago de la transacción. Estos incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria; también, un análisis de la dinámica de los títulos bajo nuestros supuestos actualizados de la tasa anualizada de prepago para los Tips Pesos.

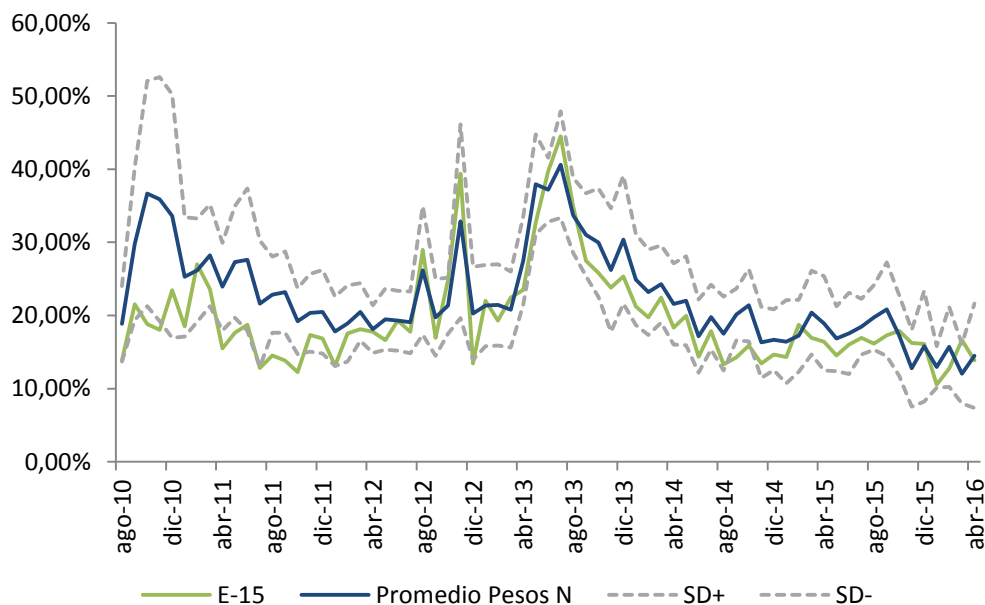
Los resultados de los escenarios de estrés (con niveles de incumplimiento de pago y de prepagos modificados) indican que los flujos de caja de la cartera a titularizar son suficientes para atender las

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

Las calificaciones ponderan positivamente el mecanismo de reducción de tasas de la estructura, cuyo objeto es mitigar el efecto en los niveles de prepago derivados de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado. Con este instrumento de cobertura, la Titularizadora, por conducto de los administradores autorizados, está facultada para reducir las tasas de interés de los créditos hasta una tasa límite de 13,0% sin tener que sacarlos de la universalidad. A abril de 2016 el portafolio contenía 979 créditos (sin beneficio de subsidio del gobierno FRECH) con una tasa mayor a 13,0%, lo que representa 44% del monto total de la cartera titularizada.

Dado que las series subordinadas están estructuradas con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos), un alto índice de prepago afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar estos títulos. Por lo tanto, en el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos un promedio de las tasas de prepago más altas que han presentado las emisiones Pesos. Así, el resultado muestra que los títulos subordinados (Mz y C) son más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado debido a la posibilidad que tienen los deudores de prepagar sus créditos. En el Gráfico 1 observamos que desde su emisión, la transacción ha presentado un nivel de prepago menor (19,33%) al del promedio de los Tips pesos E (22,63%) en ese mismo rango de fechas (julio 2010 - abril 2016).

**Gráfico 1**  
Tasa de prepago anualizada promedio de los Tips Pesos vs. Tips Pesos E-15  
Julio 2010 – Abril 2016



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana mitiga el riesgo legal implícito en el proceso de titularización. Es importante señalar que el marco legal y regulatorio de la

emisión es fundamental para el proceso de titularización. Este se deriva de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud de la cual los activos de la Universalidad TIPS E-15 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

## II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- TIPS A E-15: Título *senior*. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura.
- TIPS B E-15: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de TIPS A con un plazo de 180 meses.
- TIPS Mz E-15: Título subordinado a las otras dos clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.
- TIPS C E-15: Título subordinado a las otras tres clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.

**Tabla 1. Estructura de la emisión TIPS E-15**

		TASA FACIAL	FECHA DE EMISIÓN JUL-10	REVISIÓN 2016
TIPS A E-15	A 2020	5,28%	COP536.440.600.000	Pagada – Dic 2015
TIPS B E-15	B 2025	16.66%	COP59.604.500.000	COP48.336.392.657
TIPS Mz E-15	Mz 2025	12,00%	COP11.921.900.000	COP11.921.900.000
TIPS C E-15	C 2025	12,00%	COP5.960.500.000	COP5.960.500.000
Total			<b><u>COP613.927.500.000</u></b>	<b><u>COP66.218.792.657</u></b>

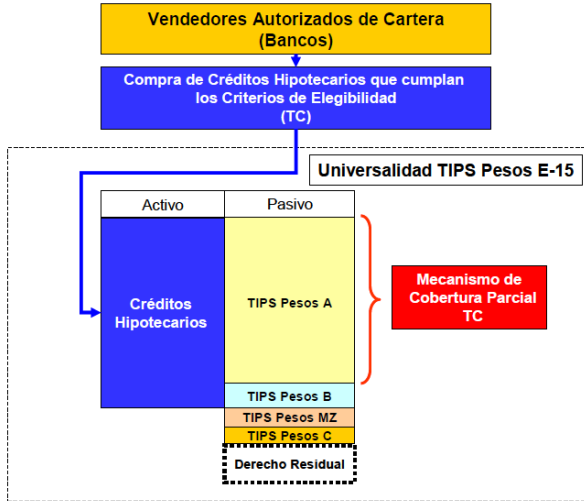
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a abril de 2016

El activo subyacente de la universalidad TIPS E-15 está conformado por los créditos hipotecarios No VIS (vivienda diferente a interés social) con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos:

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

- Cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

**Gráfico 2**  
Estructura de los Tips Pesos E-15

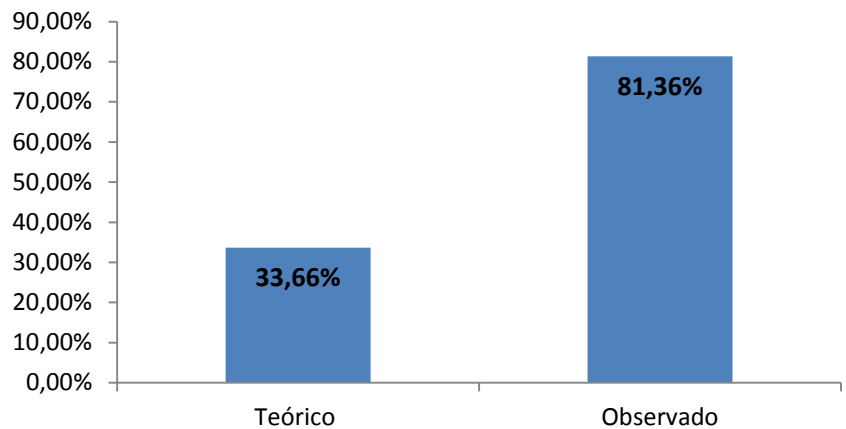


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

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

En el año 2013 la transacción experimentó altos niveles de prepago que resultaron en una reducción acelerada del capital. A mayo de 2016, 81,36% del capital de la cartera se había amortizado, frente a una amortización pronosticada de 33,66% (Gráfico 3).

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



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

A abril de 2016, el promedio ponderado del LTV actual de la cartera de acuerdo con el monto del crédito es de 24.49%. Cabe destacar que en la medida en que este indicador sea menor, mayor es el colateral del préstamo al contar con suficientes recursos para cubrir el crédito hipotecario y los costos originados en la toma de posesión del activo. Estos créditos tienen una madurez aproximada de 6,15 años y un plazo restante promedio de 7,85 años; tales periodos están en línea con los de otras transacciones Pesos emitidas anteriormente.

Consideramos que la diversificación geográfica de la cartera titularizada es adecuada: 32,94% de su valor se encuentra concentrado en inmuebles ubicados en Bogotá, 8,93% en Medellín, 6,67% en Cali, y el porcentaje restante está representado por activos en otras ciudades.

### IV. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

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

El comité de crédito da seguimiento a las contrapartes de las universalidades. Sus funciones son aprobar los criterios de selección de cartera por comprar, revisar periódicamente la calidad del activo subyacente de cada universalidad y la sustitución o recompra de cartera cuando sea necesario, y aprobar la metodología de los modelos de riesgo de crédito y los programas de normalización de activos que se utilicen en las carteras hipotecarias.

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

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

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

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

*El análisis contenido en este documento se basa en la información contenida en los Términos y Condiciones de la Emisión de Tips E-15 y en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos preparados por la Titularizadora Colombiana, en el portafolio de la cartera titularizada y en la evaluación por parte de BRC del comportamiento de los flujos de caja derivados de dicha cartera en diferentes escenarios de tensión.*

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

## V. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

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

---

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

---