

# Títulos Hipotecarios TIPS E-13

Titularizadora Colombiana  
Informe de Calificación

Índice	Página
Contenido	
Resumen de la Transacción	1
Factores Clave de la Calificación	1
Criterios Aplicados, Simulación y	
Suficiencia de la Información	2
Análisis del Colateral	2
Recuperación Debido al Incumplimiento	4
Escenarios de Estrés	5
Prepagos	6
Estructura de la Emisión	6
Estructura Financiera	7
Modelación del Flujo de Caja	8
Riesgo de Contraparte	9
Análisis de Desempeño	9

## Calificaciones

Serie	Monto (UVR)	Tasa de interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral (%)	Perspectiva
TIPS A	607,024,437	15%	Dic 20	AAA(col)	35.9%	Estable
TIPS B	219,590,000	11.4%	Dic 25	A(col)	12.7%	Estable
TIPS M Z	35,224,000	8.5%	Dic 25	A-(col)	8.9%	Estable
TIPS C	17,567,000	8.5%	Dic 25	BBB-(col)	6.7%	Estable
<b>Total Emisión</b>	<b>879,405,437</b>					
<b>Saldo Cartera</b>	<b>959,941,867</b>					

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 30 de septiembre de 2013. El monto estimado en pesos se calculó de acuerdo a la estructura de capital presentada y de acuerdo al saldo del portafolio con corte al 30 de septiembre de 2013. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

## Resumen de la Transacción

Las calificaciones de los títulos emitidos por Universalidad TIPS E-13 incorporan el desempeño de su cartera, la cual garantiza el pago de intereses y principal. Lo anterior con indicadores de mora y prepago en línea con las expectativas de Fitch Ratings. La estructura del emisor ha permitido que el sobrecolateral (*Overcollateralization*, OC) para cada una de las series haya incrementado entre un 3.4% y 9.3% en el último año; lo anterior considera a la cartera productiva hasta con 120 días de morosidad. Esto ha ampliado el margen financiero de la transacción hasta los 433 puntos básicos que se estimaron a la fecha.

Por lo anterior, la capacidad de pago de cada serie soporta los valores de estrés en incumplimiento y recuperación, relativos para cada nivel de calificación. La Perspectiva Estable de cada serie se basa en la expectativa de Fitch: el desempeño del portafolio de créditos se mantendrá similar al registrado, al considerar el perfil de pago de los deudores.

## Factores Clave de la Calificación

**Mecanismos Apropiados de Apoyo Crediticio:** Cada una de las series posee niveles de OC positivos; la serie privilegiada registró un 35.9% y la serie con mayor subordinación un 6.7%. La transacción registró un exceso en *spread* de 433 pbs, lo cual le permite una acumulación constante de OC. La capacidad de pago de cada título está cubierta ante escenarios de prepago muy elevados. El perfil crediticio de cada una mejoraría a medida que su cobertura crediticia y, en consecuencia, su margen financiero se amplíe.

**Características Conservadoras de la Cartera:** El indicador de 2.35% registrado por la cartera de la universalidad (para la morosidad con recuperación a 180 días) es superior al promedio de otras transacciones TIPS denominadas en UVR (Unidad de Valor Real). Estos niveles de morosidad reflejan el comportamiento de un portafolio de créditos con criterios de otorgamiento conservadores.

**Estructura Secuencial de la Transacción:** Además de dirigir los recursos disponibles para el pago de principal de la serie vigente más privilegiada, la transacción incorpora una protección adicional para los títulos TIPS A E-13 respecto al comportamiento del activo subyacente. Ante niveles de prepago o incumplimiento elevados, la prelación de pagos realizaría una amortización anticipada al pago mensual de los intereses de alguna emisión subordinada. Esta medida buscaría mantener el saldo de los títulos A y B en línea con el saldo de principal de la cartera con mora de hasta 120 días.

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

**Marco Legal Sólido:** La estructura de la titularización se ampara en la solidez legal de la figura de universalidad, creada en la ley 645 de 1999. Fitch ve esto como una fortaleza de la emisión.

## Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS E-13  
(Diciembre 13, 2012).

## Analistas

Santiago Toro  
+5 (71) 326-9999 ext. 1251  
[santiago.toro@fitchratings.com](mailto:santiago.toro@fitchratings.com)

María Paula Moreno  
+5 (71) 326-9999 ext. 1210  
[maria.moreno@fitchratings.com](mailto:maria.moreno@fitchratings.com)

## Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

### Criterios Aplicados

Los reportes con relación a esta transacción son el criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo - Colombia (Septiembre 28, 2012); Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 15, 2013) y el Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio 19, 2013). Dichos reportes están disponibles en las páginas web de Fitch [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) y [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co)

### Simulación

En el proceso de análisis, Fitch utilizó su modelo de flujo de caja para simular los escenarios de estrés aplicados a la transacción. De esta forma, determina la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en los diferentes indicadores. El modelo se modificó para adecuarse a la cascada y a los mecanismos de dirección de los pagos, tal y como se especificaron en los documentos de la emisión.

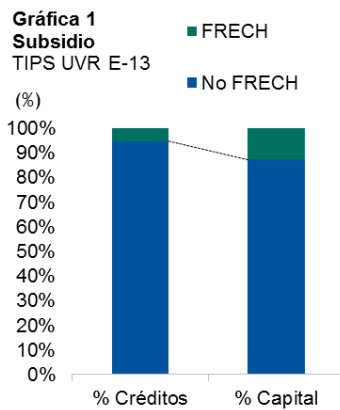
### Suficiencia de la Información

TC suministró a Fitch información crédito a crédito del portafolio: saldo, tasa de interés, valor de los avalúos y originadores. La información se entregó en el formato solicitado por Fitch. Cuando éste la revisó, determinó que era adecuada para el análisis.

En su análisis, la calificadora incorporó información de otras emisiones de títulos hipotecarios, la cual obtuvo de la página web de la TC. Asimismo, la agencia revisó información histórica del mercado hipotecario colombiano.

### Análisis del Colateral

Al corte de 30 de septiembre de 2013, el portafolio titularizado estaba compuesto por 9.064 créditos hipotecarios, de los cuales 78.5% pertenecían al segmento VIS (vivienda de interés social, con valor inferior a 135 SMMLV). El 21.5% restante pertenecía al segmento No VIS (vivienda con valor superior a 135 salarios mínimo mensual legal vigente, SMMLV). Del total de los créditos, el 5% cuentan con un subsidio del Fondo de Reserva para la Estabilización de Cartera Hipotecaria (FRECH).



Fuente: TC, Fitch

### Metodologías Relacionadas

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

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero, 2013).

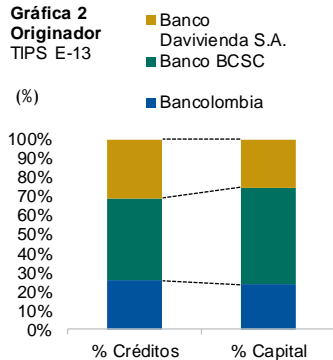
Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio, 2013).

### Características del Portafolio

	No VIS		VIS	
	No FRECH	FRECH	No FRECH	FRECH
# de Créditos	1547	402	7044	71
Saldo Cartera	78,939,694,351	22,849,477,472	95,457,562,736	2,354,457,739
PP OLTV	57.34%	61.81%	61.48%	57.97%
PP CLTV	52.63%	56.99%	51.17%	52.73%
PP Plazo Restante	136	147	89	143
PP Edad	61	47	91	37
PP Tasa de Interés	9.84%	10.44%	9.66%	10.54%
PP Tasa Cliente	9.84%	6.61%	9.66%	5.29%

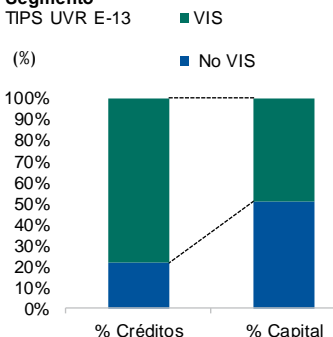
Fuente: TC, Fitch

**Gráfica 2**  
Originador  
TIPS E-13



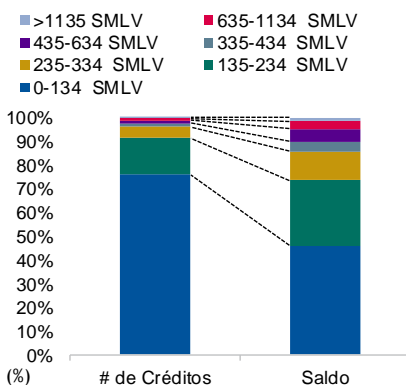
Fuente: TC, Fitch

**Gráfica 3**  
Segmento  
TIPS UVR E-13



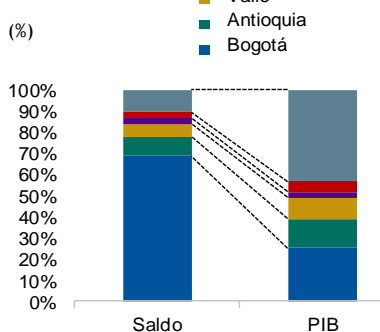
Fuente: TC, Fitch

**Gráfica 4**  
Concentración del Valor de la Propiedad  
En SMLV



Fuente: TC, Fitch

**Gráfica 5**  
Concentración Geográfica  
TIPS UVR E-13



Fuente: TC, Fitch

## Relación Valor a Préstamo

La legislación colombiana limita el valor a desembolsar para un crédito hipotecario a un máximo de 70% del valor de la propiedad para préstamos No VIS. El portafolio analizado posee un valor a préstamo promedio ponderado (*Loan to Value, LTV*) total de 52.4%. Éstos son valores conservadores para el promedio del mercado y están en línea con emisiones comparables.

## Razón Deuda a Ingreso

Fitch estimó 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 en 30% de los ingresos familiares. Esto un plano conservador, puesto que no cuenta con información sobre esta variable.

## Análisis de los Originadores / Administradores

Fitch reconoce que tanto Bancolombia, Davivienda y BCSC son entidades que poseen experiencia amplia en el sector bancario. Esta es una fortaleza que Fitch tomó en cuenta en las calificaciones otorgadas. Sin embargo, no cuenta con información detallada sobre los procesos de originación y administración de las entidades.

## Segmento y Perfil de los Deudores de la Propiedad

Datos dinámicos de morosidad indican que los préstamos VIS se comportan de manera diferente a los préstamos No VIS. Fitch reconoce que los préstamos VIS, por lo general, se garantizan con propiedades menos deseables; asimismo, tienen una mayor probabilidad de encontrarse en mal estado. Esto incrementa el riesgo de incumplimiento cuando el deudor tiene dificultades para vender su vivienda. Los deudores VIS tienen una menor capacidad de acumular ahorros. Por tanto, Fitch ajusta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS con un 15% adicional.

Asimismo, Fitch considera que el valor de la propiedad es una buena aproximación para determinar el perfil de los deudores. Puesto que más del 85.7% del saldo de capital del portafolio se concentra en propiedades con avalúo inferior a 335 SMLV (COP 190 millones), la agencia espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos medios/bajos con un perfil crediticio promedio. El portafolio concentra el 96% de los créditos con avalúos entre COP 0 y COP 334 millones; mientras que el saldo de los mismos representa el 85.7% del total.

### Concentración del Valor de la Propiedad

Valor de la Propiedad	# de Créditos	% Saldo
0-134 SMLV	75.9%	46.0%
135-234 SMLV	15.5%	27.7%
235-334 SMLV	4.6%	12.1%
335-434 SMLV	1.4%	4.2%
435-634 SMLV	1.4%	5.2%
635-1134 SMLV	0.9%	3.4%
>1135 SMLV	0.3%	1.5%

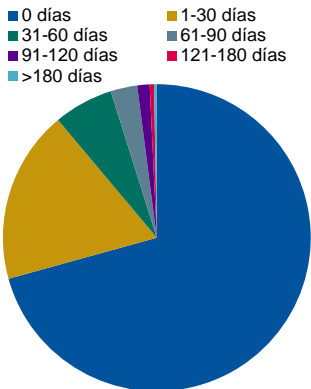
\*SMLV= 589,500.00 COP

Fuente: TC, Fitch

## Distribución Geográfica

Al igual que la tendencia de otras emisiones hipotecarias, el portafolio tiene una concentración alta de créditos en Bogotá, lo cual representa una penalidad sobre el incumplimiento base. El acumulado de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (89%) y de créditos (90%) es alto, al compararlo con la participación en la generación de producto interno bruto de éstos (57%).

**Gráfica 6**  
**Moras**  
TIPS UVR E-13



Fuente: TC, Fitch

### Distribución de las Moras

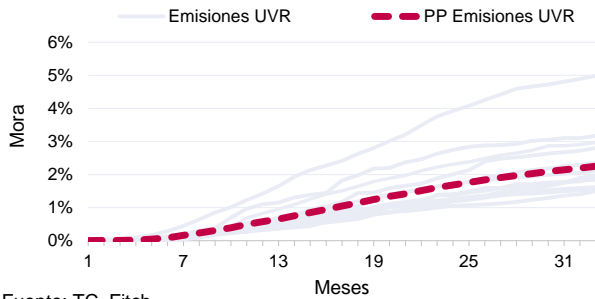
Actualmente, el 70% del saldo de la cartera está al día; 28% con moras menores a 120 días y el restante 2% del portafolio se encuentra con moras superiores a 120 días y se considera cartera vencida. Fitch aplica una penalización sobre la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen estos atrasos en el pago, según la altura de mora.

### Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

Para Fitch, la probabilidad de incumplimiento de un crédito se vincula a la relación valor a préstamo y a la relación deuda/ingreso. Al considerar esto, y al usar un modelo crédito a crédito que evalúa las características individuales de cada obligación, Fitch determina la probabilidad de incumplimiento base del portafolio total. El presente portafolio de cartera tiene un valor a préstamo promedio ponderado de 52.4%. Al asumir una razón deuda a ingreso entre 25%-30%, la expectativa de incumplimiento base es de 6.84%.

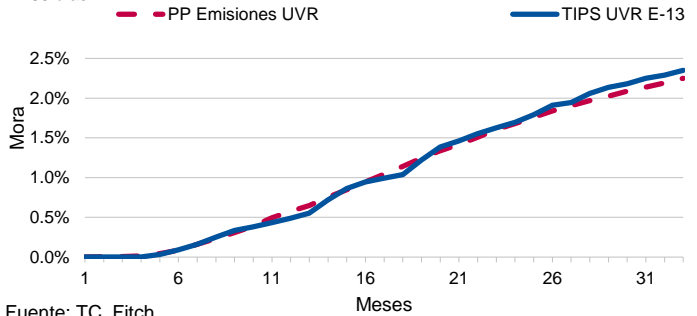
Sin embargo, Fitch hace algunos ajustes al nivel base según las características del portafolio de cartera. Al tener en cuenta variables como la edad del crédito, tipo de crédito (VIS o No VIS), concentración geográfica, distribución de la mora, tipo de empleo, calidad del originador y administrador de los créditos, y disminución del valor de mercado de los inmuebles, Fitch penaliza o da un beneficio sobre ese incumplimiento base. El nivel de incumplimiento base ajustado se determinó en 14.02%, debido a las características del portafolio analizado.

**Gráfica 7**  
**Histórico Mora Sin Recuperación para Emisiones en UVR**  
> 180 días



Fuente: TC, Fitch

**Gráfica 8**  
**Mora Sin Recuperación TIPS UVR E-13**  
>180 días



Fuente: TC, Fitch

La gráfica anterior muestra que los niveles de mora sin recuperación, para las emisiones en UVR, han alcanzado un nivel histórico aproximado del 7%. El promedio ponderado se encuentra debajo del 4%. Para la emisión TIPS E-13, los niveles de mora sin recuperación están en línea con el promedio de las de las emisiones denominadas en UVR. Debido a que estas estadísticas corresponden a un escenario económico positivo, Fitch concluye que sus supuestos para determinar el incumplimiento base y el incumplimiento ajustado son una medida conservadora con respecto a los datos observados.

### Recuperación Dado el Incumplimiento

Fitch supone que, en caso de incumplimiento, el administrador de la cartera iniciará los procedimientos de adjudicación para liquidar la propiedad y recuperar el préstamo en incumplimiento. El monto de la pérdida es en función de la relación valor a préstamo; de reducciones en el precio de la propiedad; y de los costos asociados al proceso legal.

Los precios reales de las propiedades en Colombia presentan una tendencia creciente desde el 2000. El incremento en los precios se debe a una combinación de factores, los cuales incluyen: una realineación en los precios después de los niveles relativamente estancados entre 1995-1998; el crecimiento económico registrado en Colombia durante la década pasada; y el aumento en la confianza de la población. Fitch concluye que la economía colombiana está sujeta a un desarrollo saludable en su mercado de propiedades, al contrario de otros mercados globales.

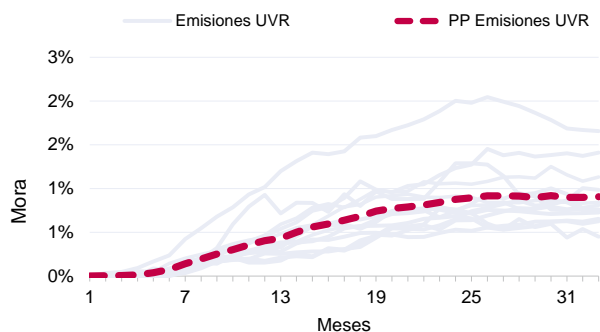
La agencia consideró todos estos elementos; no obstante, los supuestos de la reducción del valor de mercado (*market value decline, MVD*) relativos a la calificación, asumen una caída en los precios hasta que éstos se encuentren entre los niveles actuales y los niveles deprimidos de 1997-1998.

Para cada escenario de calificación, la agencia realizó ajustes en diferentes variables, las cuales determinaban la recuperación en caso de incumplimiento. El castigo al precio de la propiedad (*house price decline, HPD*) representa la disminución del valor de mercado de una propiedad a través del tiempo. El ajuste a la venta forzosa (*quick sale adjustment, QSA*) incorpora el descuento adicional en el que se debe incurrir para lograr la venta de una propiedad en el menor tiempo posible. Por último, los gastos legales (*legal costs, LC*) representan el porcentaje sobre el valor del inmueble, los cuales deben ser desembolsados para cubrir procedimientos y requerimientos legales.

En un escenario 'AAA(col)', la disminución del valor de mercado es de 40%. Se amplía un 30% adicional para reflejar la diferencia en el precio de venta bajo un proceso de venta forzosa y uno normal. Tras aplicar este descuento, el cual resulta 58%, se amplía adicionalmente un 27% sobre el precio de venta para representar los gastos legales del proceso. La severidad de pérdida se calculó para cada escenario de calificación al utilizar los ajustes mencionados en la siguiente fórmula:  $([1-HPD]*[1-QSA]*[1-LC])$ .

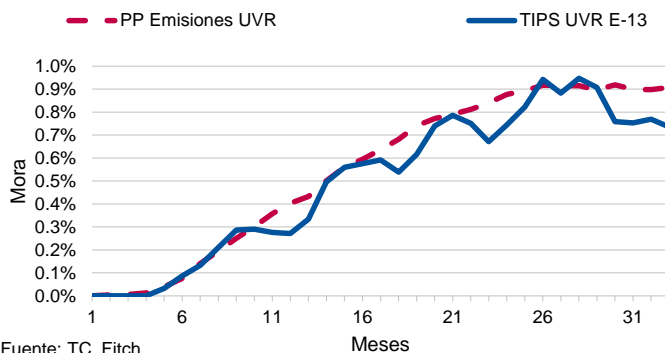
Fitch supone un tiempo de 42 meses entre el incumplimiento del préstamo y la venta de la propiedad, con el propósito de estimar la severidad de pérdidas para un nivel de calificación 'AAA(col)'. Esto provee una cierta holgura con respecto al promedio actual de 24 meses. De esta forma, se toma en cuenta la capacidad limitada potencial del sistema legal colombiano para acomodar un número más alto de juicios hipotecarios, asociados a las categorías de calificación más altas, y una demanda más débil por viviendas.

**Gráfica 9**  
Histórico Mora Con Recuperación para Emisiones en UVR  
> 180 días



Fuente: TC, Fitch

**Gráfica 10**  
Mora Con Recuperación TIPS UVR E-13  
> 180 días



Fuente: TC, Fitch

El comportamiento de la mora con recuperación de los títulos TIPS UVR evidencia la efectividad de los procesos de cobranza y recuperación. Los niveles promedio de mora disminuyeron desde 3% hasta valores inferiores a 1%. Al revisar estos valores, los supuestos de recuperación utilizados por Fitch resultan conservadores.

## Escenarios de Estrés

La tabla siguiente expone los supuestos utilizados en el análisis bajo un escenario de estrés para las diferentes calificaciones otorgadas a las series de la presente emisión. La probabilidad de incumplimiento resulta de la multiplicación del incumplimiento base ajustado por el múltiplo específico para cada nivel de calificación de las emisiones en UVR.

## Resultados del Modelo de Incumplimiento

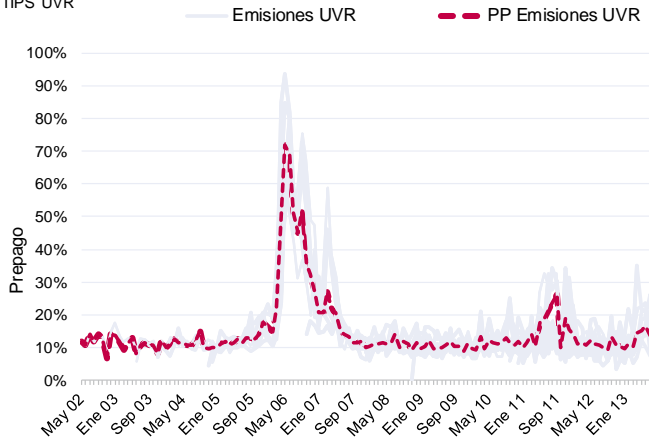
Serie	Calificación	PD	LGD
A	AAA(col)	65.3%	29.3%
B	A(col)	37.1%	15.2%
MZ	A-(col)	32.8%	13.4%
C	BBB+(col)	28.5%	11.5%

PD - Probabilidad de Incumplimiento LGD - Severidad a Pérdida  
Fuente: Fitch, TC

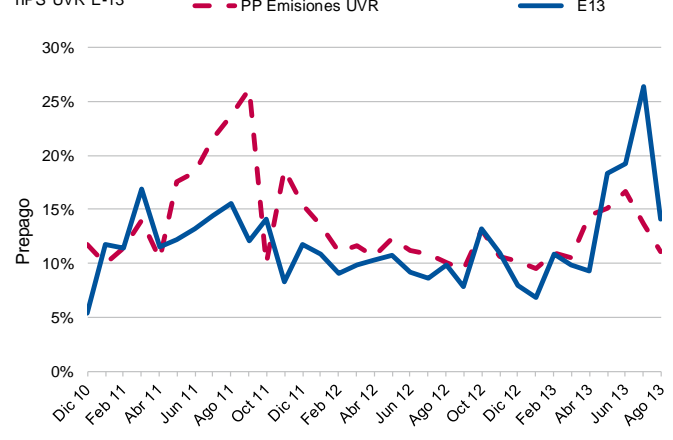
## Prepagos

Para Fitch, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo de prepago que pudiese tener un deudor, al cual el mercado financiero le ofrece una mejor tasa. En este caso, el portafolio cuenta con un diferencial de tasa de 181 pbs. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende (en gran parte) del ingreso del deudor, lo cual se refleja usualmente en el segmento al cual pertenece la vivienda. Por lo general, las emisiones denominadas en pesos colombianos, cuyo subyacente se compone de cartera No VIS, se exponen a mayores niveles de prepago que los créditos del segmento VIS en emisiones en UVR.

**Gráfica 11**  
Prepago Histórico  
TIPS UVR

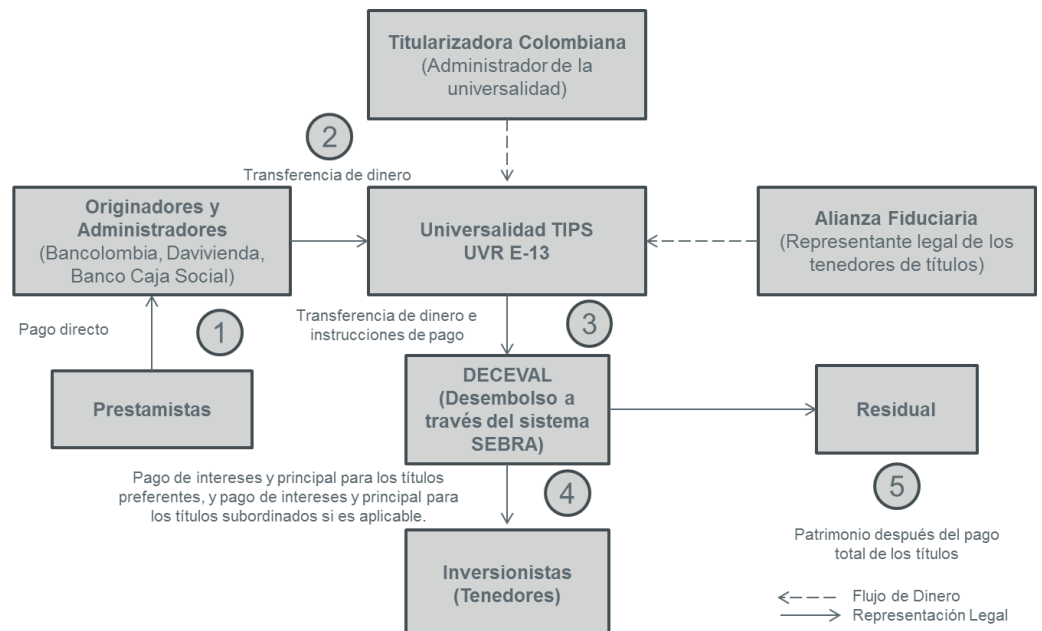


**Gráfica 12**  
Prepago Comparativo  
TIPS UVR E-13



Debido a las características de este portafolio en términos de edad promedio de la cartera y nivel de *excess spread*, el prepago estimado bajo el modelo de la agencia se encuentra en 20% para los próximos 4 años. Estos niveles, al ser comparados con los prepagos históricos registrados por otras transacciones denominadas en UVR, resultan conservadores. Fitch considera que el diferencial de tasas de 181 representa un riesgo moderado de prepago, puesto que constituye una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepago en los deudores. No obstante, el segmento que predomina en el portafolio es VIS, por lo cual la calificadora espera una tasa de prepagos baja. Igualmente, los niveles positivos de sobrecolateral de las series A, B, MZ y C protegen la transacción ante eventos potenciales de prepago.

## Estructura de la Emisión



El portafolio titularizado se compone de préstamos hipotecarios del segmento VIS y No VIS, los cuales forman parte de una única universalidad. A partir ésta se emitieron las series de títulos, compuestas por una serie privilegiada TIPS A 2020, y tres series subordinadas: TIPS B 2025, TIPS MZ 2025 y TIPS C 2025.

La universalidad se conforma a partir de la separación patrimonial de créditos hipotecarios originados inicialmente por los bancos Caja Social BCSC, Davivienda y Bancolombia. A la fecha de corte de septiembre de 2013, éstos participaban con el 51%, 25% y 24% del saldo total de capital del portafolio, respectivamente.

## Estructura Financiera

### Prelación de Pagos

1. Gastos periódicos y administrativos de la emisión.
2. Pago de intereses y capital programado a los títulos TIPS A.
3. Prepagos al título A de tal manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual al saldo de los títulos A + B.
4. Pago de intereses y saldo utilizado del mecanismo de cobertura parcial TC.
5. Pago de intereses de los TIPS B.
6. En los casos en los cuales se dé lugar a la suspensión pagos de capital anticipado de TIPS A hasta completar el saldo restante.
7. En los casos en los se dé lugar a las causas 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 de intereses de los TIPS C.
13. Pago de capital de TIPS C hasta completar el saldo restante.
14. Pago adicional de los TIPS C.
15. Pagos por concepto de residuos.

Para los títulos TIPS A 2020, los intereses y el capital se pagarán en modalidad mensual vencida con prepagos. Para los TIPS B 2025, TIPS MZ 2025 y TIPS C 2025, la modalidad de pago de capital será *bullet* con prepagos.

Las series subordinadas TIPS B y TIPS MZ son estrictamente secuenciales a la privilegiada en cuanto se refiere al pago de capital. La serie TIPS Pesos C se subordina, tanto para el pago de capital como de intereses, al pago de capital de los títulos TIPS Pesos MZ. Adicionalmente, la serie TIPS C, una vez que reciba el pago total de sus intereses y capital, en caso de que existan remanentes en el flujo recaudado, recibirá un pago adicional. Éste busca mantener el retorno esperado de los títulos al momento de la compra (TIR).

Por estas características mencionadas, los títulos TIPS A, B y MZ E-13 se consideran únicamente de contenido crediticio. Los títulos TIPS C E-13, 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 pago puntual de intereses y capital para la serie privilegiada, y a las de pago final de intereses y capital para las series subordinadas.

### Mecanismos de Mejoramiento Crediticio

Estos mecanismos se representan en una sobrecolateralización al saldo vigente (moras menores a 120 días) de la cartera de: 35.9% para la serie A; 12.7% para la serie B; 8.9% para la MZ y 6.7% para MZ. Estos niveles han aumentado desde el momento de emisión. De acuerdo al mecanismo de ajuste de balance y según el comportamiento del activo

subyacente, los niveles de sobrecolateralización continuarán presentando una tendencia creciente, gracias al diferencial de tasa (*excess spread*); esta última tiene un valor de 433 pbs para la presente emisión.

Los factores anteriores se combinan con los mecanismos de redirección de los flujos de caja, como el ajuste de balance de capital requerido y los causales de suspensión. Éstos buscan que la cartera vigente cubra el saldo de los títulos A y B en todo momento. Estos mecanismos permiten priorizar el pago de la serie privilegiada ante incrementos significativos en los niveles de mora e incumplimiento. Para esto, la transacción cuenta con un mecanismo de ajuste que busca que el nivel de sobrecolateral de los títulos B sea de al menos 0%.

## Modelación del Flujo de Caja

### Niveles de Prepago

Para modelar los niveles de prepago asociados a los portafolios denominados en UVR, Fitch considera diversos factores: la diferencia entre la tasa de interés promedio del mercado y la tasa de interés promedio que pagan los deudores; el margen financiero (*excess spread*) de la estructura, y el tiempo de vida de los créditos del portafolio. La fórmula se presenta en el documento Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo – Colombia, el cual se encuentra en la página web de Fitch Ratings Colombia.

Para modelar los niveles de prepago, Fitch considera el nivel de *excess spread* de la transacción en su conjunto, la cual se determinó en 433 pbs. Posteriormente, este nivel se ajusta con base en la edad promedio de la cartera, la cual es de 74 meses para el portafolio. Fitch parte de un prepago base de 15% y lo ajusta por el nivel de *excess spread*; esto resulta en un prepago aplicado de 20% para los próximos 4 años. El nivel de prepago utilizado fue el mismo para toda la cartera. Al comparar las tasas de prepago proyectadas con el promedio ponderado del último año, de 12.91% de la TIPS E-13, éstas resultan conservadoras.

### Supuesto de Gastos

Fitch ajusta sus supuestos de gastos, tanto fijos como variables, con base en la información que le proveyó la TC. Éstos se ajustan a las condiciones contractuales de cada emisión y se proyectan en el modelo de flujo de caja.

### Tiempo de Recuperación

El tiempo de recuperación asumido por Fitch, a partir del incumplimiento del préstamo, está entre 27 y 42 meses. Este período de tiempo toma en cuenta el costo de mantener un préstamo que no genera intereses durante este tiempo.

### Nivel y Distribución del Incumplimiento

La expectativa de incumplimiento derivada para cada nivel de calificación, a partir del producto del incumplimiento específico por el múltiplo de calificación asignada, resulta de un modelo crédito a crédito utilizado por Fitch. El modelo arroja una probabilidad de incumplimiento para subconjuntos de créditos, los cuales se agrupan 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 ajustadas de acuerdo al plazo restante de cada uno de los *replines* que conforman dicho modelo.

### Escenarios Evaluados

La calificadora analizó diferentes combinaciones de supuestos para determinar qué factores afectaban más a la calificación. Asimismo, para identificar la resistencia de los mecanismos de cobertura a incrementos o reducciones en los niveles de prepago, incumplimiento ajustado y recuperación utilizados.



De acuerdo al análisis realizado con base en los múltiples escenarios, y al tener en cuenta los elementos enunciados en el apartado Factores Clave de Calificación, 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 E-13 se estructura bajo la figura de las universalidades. Éstas implican un aislamiento patrimonial total del subyacente con respecto a la entidad emisora y los bancos originadores. Esta figura legal posee una protección aún mayor a la de los patrimonios autónomos. Esta universalidad se conforma 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 al mecanismo de cobertura parcial otorgado por la TC, así como los rendimientos derivados de inversiones temporales de los flujos recaudados.

La calificadora reconoce como una fortaleza de la transacción, la cual se consideró en los factores de la calificación, al marco legal en el que se estructuró la emisión. Especialmente, en lo que se refiere a la ley de vivienda 546 de 1999, así como las garantías legales otorgadas por la ley a la figura de las universalidades.

### **Riesgo de Contraparte**

#### **Bancolombia**

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

#### **Davienda**

Actualmente, Davienda posee una calificación de emisor de largo plazo otorgada por Fitch en moneda local de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' en el corto plazo. Estas calificaciones reflejan su clara estrategia de largo plazo, su calidad de activos adecuada y su administración de riesgos; así como su bien establecida franquicia, desempeño consistente y su fondeo amplio y diversificado. La calificadora reconoce la experiencia en la originación y administración de cartera hipotecaria del banco. Esto se sustenta principalmente en su creación como entidad dedicada a los préstamos de vivienda y en su posición como el segundo banco por participación de mercado en cartera hipotecaria.

#### **BCSC**

Banco Caja Social no está calificado por Fitch. No obstante, es reconocido como un jugador importante dentro del mercado hipotecario colombiano, tanto originador como administrador de activos. Actualmente, BCSC cuenta con una participación media dentro del mercado hipotecario.

### **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 del emisor y para formar una visión adecuada de su 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 sea insuficiente, a criterio de Fitch, éste tomará supuestos conservadores en el análisis de una transacción vigente. En los casos en los que la agencia considere que la información recibida no satisface las necesidades de robustez y completitud, la calificación se retirará.

### **Información Importante**

Para evitar dudas en su análisis crediticio, Fitch se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como la agencia siempre ha dejado claro, ésta no provee asesoramiento legal y/o impositivo. Tampoco confirma que las opiniones legales y/o impositivas, 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 el mismo no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración por parte de Fitch y no debe ser utilizado ni interpretado como tal. Si los lectores de este informe necesitasen consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

**Relación con los Medios**

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

**Fecha del Comité Técnico de Calificación:** Diciembre 11, 2013

**Acta Número:** 3.384

**Objeto del Comité:** Revisión Periódica

**Definición de las Calificaciones:**

La calificación '**AAA(col)**' representa la calificación máxima asignada por Fitch Colombia S.A. en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto a otras emisiones del país y normalmente corresponde a las obligaciones financieras emitidas o garantizadas por el gobierno.

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

La calificación '**BBB+(col)**' agrupa emisiones con una calidad crediticia adecuada respecto a otras del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago oportuno que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

La calificación 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, Robert Krause y Sergio Peña.

\*Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la calificadora: [www.fitchratings.com.co](http://www.fitchratings.com.co)

**Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.