*Contactos:*
*Luisa Fernanda Higuera Joseph*
*lhiguera@brc.com.co*
*María Carolina Barón Buitrago*
*cmbaron@brc.com.co*

*Comité Técnico: 6 de agosto de 2012*
*Acta No: 468*

# TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-6

## Calificación Inicial

| BRC INVESTOR SERVICES S. A. SCV | Tips Pesos A N-6 | Tips Pesos B N-6 | Tips Pesos Mz N-6 | Tips Pesos C N-6 |
|---|---|---|---|---|
| TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N – 6 | AAA (Triple A) | A+ (A más) | BBB- (Triple B menos) | BB+ (Doble B más) |

*El análisis en este documento se basó en la información contenida en los Términos y Condiciones de la emisión de Tips Pesos N-6, así como en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos N-6, en el portafolio de la cartera a titularizar y en la evaluación por parte de BRC Investor Services del comportamiento de los flujos de caja derivados de la cartera en diferentes escenarios de tensión.*

**CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:**

| | |
|---|---|
| **Títulos:** | **Títulos de Contenido Crediticio Tips Pesos A N-6, B N-6 y Mz N-6**<br>**Títulos de Contenido Mixto Tips Pesos C N-6** |
| **Emisor:** | **Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-6** |
| **Monto Emisión:** | **Hasta por $414.071.860.869** |
| **Clases:** | **Tips Pesos A N-6, Tips Pesos B N-6, Tips Pesos Mz N-6 y Tips Pesos C N-6** |
| **Series y Plazo:** | **A 2022: 120 meses**<br>**B 2027: 180 meses**<br>**Mz 2027: 180 meses**<br>**C 2027: 180 meses** |
| **Tasa Facial Máxima:** | **Tips A Pesos N-6: Definida en el Aviso de Oferta Pública del primer lote.**<br>**Tips Pesos B N-6: Min {11,5%; 10,00% + 3,0 x [7,5% - (Tasa Resultante de la Subasta TIPS A)]}+3,0 x Max {0; 6,6% - Tasa Resultante de la Subasta TIPS}**<br>**Tips Pesos Mz N-6: 11,0%**<br>**Tips Pesos C N-6: 11,0%** |
| **Pago de Intereses:** | **Tips Pesos A N-6: Mes Vencido. *Timely Payment Basis (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas).***<br>**Tips Pesos B N-6: Mes Vencido. *Ultimate Payment Basis. (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).***<br>**Tips Pesos Mz N-6: Mes Vencido. *Ultimate Payment Basis. (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).***<br>**Tips Pesos C N-6: Mes Vencido. *Ultimate Payment Basis. (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).*** |
| **Activo Subyacente:** | **Universalidad Tips Pesos N-6 conformada por los Créditos 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:** | **BBVA S. A.**<br>**Davivienda S. A.** |
| **Administradores de la Cartera:** | **BBVA S. A.**<br>**Davivienda S. A.** |
| **Proveedor Mecanismo de Cobertura Parcial:** | **Titularizadora Colombiana S. A.** |
| **Representante Legal de Tenedores:** | **Helm Fiduciaria S.A.** |
| **Administrador:** | **Depósito Centralizado de Valores Deceval S. A.** |

## 1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV otorgó la calificación de **AAA** a los Tips Pesos A N-6, de **A+** a los Tips Pesos B N-6, de **BBB-** a los Tips Pesos Mz N-6, **todas en grado de inversión;** y a los Tips Pesos C N-6 **BB+** en **grado de no inversión.**

**La asignación de las calificaciones está fundamentada en los mecanismos internos de cobertura contemplados en la estructura de la emisión, en las características de la cartera a titularizar, en la estructura particular en lo relacionado con las prioridades de pago y en la calidad del emisor y administrador de la emisión: Titularizadora Colombiana.**

El análisis de la calidad de la cartera a titularizar efectuado bajo la óptica de la pérdida esperada del portafolio[1]

[1] La pérdida esperada indica el valor total de pérdida esperada de un portafolio de la cartera a titularizar, que tiene en cuenta el nivel de

evidenció la capacidad de la estructura para soportar escenarios de tensión extremos en los niveles requeridos para las calificaciones asignadas a cada clase de título. BRC efectuó un análisis por separado para los Tips Pesos A N-6, Tips Pesos B N-6, Tips Pesos Mz N-6 y Tips Pesos C N-6, con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada serie está en capacidad de asumir, sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores de los títulos.

En la evaluación del activo subyacente de la presente emisión, BRC Investor Services consideró las características de la cartera a titularizar en cuanto a: 1) La antigüedad de los créditos; 2) El plazo; 3) Las moras presentadas en pagos de intereses y capital; 4) La ubicación geográfica de los bienes inmuebles; 5) La existencia de seguros de catástrofe; y 6) La relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o Loan to Value (LTV) entre otras variables. Estas características son consistentes con los criterios de selección de la cartera y en especial con el *Benchmark Pool*[2] que la Calificadora ha definido para un portafolio de cartera hipotecaria.

La calificadora evaluó las políticas y los procedimientos relacionados con la adecuada administración de la cartera a titularizar por parte de cada originador y/o administrador, y específicamente de Titularizadora Colombiana en su calidad de administradora de la emisión.

**Los mecanismos internos de cobertura de la emisión se fundamentan en el esquema de prioridad de pagos para la atención de los tipos de títulos y los compromisos de carácter administrativo de la universalidad Tips Pesos N-6**. La subordinación de pagos existente entre las clases A, B, Mz y C, en ese orden de prioridad, proporcionan un mayor nivel de cobertura para la clase A. El sistema de cascada implementado a través del Ajuste de Balance de Capital Requerido entre el valor del activo productivo de la universalidades Tips N-6 frente al pasivo Tips-Pesos A/ Tips-Pesos B, constituye un instrumento eficaz en la asignación de la disponibilidad de los recursos destinada a la atención de las obligaciones y de los gastos a cargo de la universalidad.

**Los mecanismos externos de coberturas provienen del Mecanismo de Cobertura Parcial otorgado por la Titularizadora Colombiana a los Tips Pesos A, destinado a cubrir parcialmente los defectos del flujo recaudado[3]; lo cual constituye una fuente de liquidez para la estructura.** La garantía para los Tips Pesos A corresponde al 1% del saldo vigente de estos títulos.

**Las calificaciones ponderan positivamente el Mecanismo de Reducción de Tasas el cual tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago que resultan de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.** Consiste en un instrumento de cobertura donde la Titularizadora, por conducto de los administradores autorizados, está facultada dentro de las condiciones estipuladas en el prospecto de los TIPS Pesos N-6, para reducir las tasas de interés de los créditos hasta una tasa límite de 11%, sin tener que sacarlos de la Universalidad.

**Según estudios realizados por Titularizadora Colombiana sobre el comportamiento de créditos hipotecarios con subsidio a la tasa de interés FRECH[4], se puede inferir una evolución adecuada del índice de calidad para este tipo de créditos.** El 0,98% del valor del portafolio total está conformado por créditos con cobertura a la tasa de interés.

**Los diversos escenarios de estrés realizados por la Calificadora incluyeron pruebas de tensión con escenarios de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria[5]. El portafolio contiene 4.530 créditos con una tasa mayor al 11% lo cual representa el 85,38% del monto total de la cartera a titularizar.** Se consideraron diferentes niveles de prepago como escenarios de tensión en los que se incluyó un análisis de la dinámica de los títulos teniendo en cuenta el promedio de la tasa anualizada de prepago de las emisiones vigentes Tips Pesos, entre otros niveles de prepago considerados por BRC.

**Es importante precisar que la estructura de los Tips Pesos N-6 fue sometida a escenarios de *stress*[6] de tal forma que los flujos de caja de la cartera a titularizar mostraron ser suficientes para la atención de 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 Pesos N-6, con la que se efectúan pagos a los tenedores de los títulos. De esta forma, el prepago produce una mayor disponibilidad de recursos para la clase A y 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, implica una reducción del riesgo crediticio para

incumplimiento del portafolio y el porcentaje de la pérdida total de los créditos.

[2] El *Benchmark Pool* contiene las características y condiciones que deberían cumplir los créditos hipotecarios para hacer parte de un portafolio titularizado.

[3] La garantía se estructura como un mecanismo de liquidez rotativo para proveer recursos a la universalidad Tips Pesos para cubrir total o parcialmente los Defectos del Flujo Recaudado. Los Repagos del Saldo Utilizado del Mecanismo de Cobertura Parcial y de los intereses correspondientes se efectuarán en pesos colombianos en las fechas de pago o en la fecha de prepago de la emisión hasta completar su repago total, con sujeción a lo dispuesto en el del reglamento.

[4] Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria

[5] En forma generalizada e inmediata una vez colocada la emisión.

[6] Modificando los niveles de *defaults* y de prepagos.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

los inversionistas en la medida que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

**Por las características de cobertura de los Tips Mz N-6 y Tips C N-6 y aunado a la subordinación del pago de los Tips A y B, estos títulos están expuestos a un mayor riesgo de crédito por un incremento en la pérdida esperada o en el nivel de prepagos del activo subyacente.** Teniendo en cuenta que la serie Mz y C se ha estructurado con base en el exceso en *spread*[7], un alto índice de prepago afecta negativamente la generación de flujo de caja esperado para pagar este título, lo cual se refleja en las calificaciones asignadas.

Por lo tanto, los actuales niveles de prepago y el robustecimiento del mecanismo para mitigar su impacto han sido incorporados dentro del análisis de los títulos de tal forma que las calificaciones mantengan consistencia con su capacidad de pago.

**El riesgo legal implícito en el proceso de titularización se encuentra mitigado por el contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana y de su proceso mismo.** Es importante señalar que el marco legal y regulatorio de la emisión, derivado de la expedición de la Ley 546 de 1999 en virtud del cual los activos de la universalidad Tips Pesos N-6 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores, es fundamental para el proceso de titularización

## 2. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- Tips Pesos A N-6: título *senior*. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura.
- Tips Pesos B N-6: título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses.
- Tips Pesos Mz N-6: 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 Pesos C N-6: título subordinado a las otras tres clases y cuyo activo subyacente, al igual que el de los Mz, lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.

[7] Diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos.

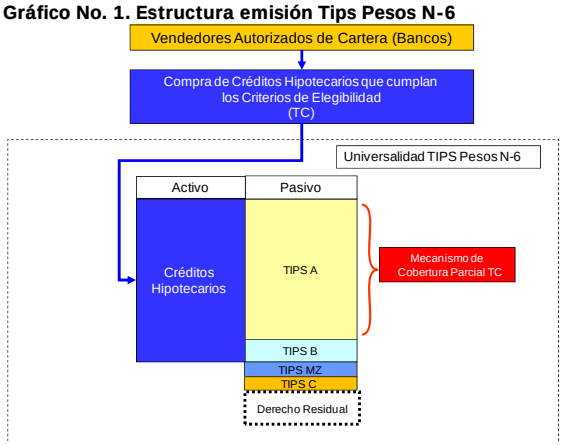
**Tabla No. 1. Estructura de la emisión Tips Pesos N-6**

| | | Tasa Facial | Valor títulos* | Participación Portafolio |
|---|---|---|---|---|
| TIPS Pesos A N-6 | A 2022 | 7,50% | 350.060.751.942 | 84,54% |
| TIPS Pesos B N-6 | B 2027 | Min{11,5%; 10,00% + 3,0 x [7,5% - (Tasa Resultante de la Subasta TIPS A)]}+3,0 x Max{0; 6,6% - (Tasa Resultante de la Subasta TIPS } | 50.008.678.849 | 12,08% |
| TIPS Pesos Mz N-6 | Mz 2027 | 11,00% | 12.002.082.924 | 2,90% |
| TIPS Pesos C N-6 | C 2027 | 11,00% | 2.000.347.154 | 0,48% |
| **Total** | | | **414.071.860.869** | **103,50%**** |

***Nota:** Los valores podrán presentar cambios respecto a los registrados en la tabla No.1 debido a que las carteras de créditos hipotecarios son dinámicas. No obstante, la participación del portafolio de créditos, en la fecha de colocación, deberá ser igual al que muestra dicha columna de la tabla 1.
**Corresponde al valor total de la emisión Tips Pesos N-6 sobre el valor del portafolio de créditos que componen el activo subyacente.
**Fuente:** Titularizadora Colombiana S. A.

El activo subyacente de la universalidad Tips Pesos N-6 está conformado por los créditos hipotecarios No VIS[8] con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos: 1) Los derivados de los prepagos; 2) La recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate; 3) La ventas de Bienes Recibidos en Dación de Pago (BRP), 4) Los recaudos por remates a favor de terceros de garantías hipotecarias; 5) Los saldos a favor en procesos de sustitución de créditos; 6) Los pagos recibidos por concepto de recompra; 7) Los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos; 8) Los derechos sobre los seguros; 9) Los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de Cobertura Parcial; y 10) Cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

**Gráfico No. 1. Estructura emisión Tips Pesos N-6**




**Fuente:** Titularizadora Colombiana S.A.

[8] Vivienda diferente a Interés Social.

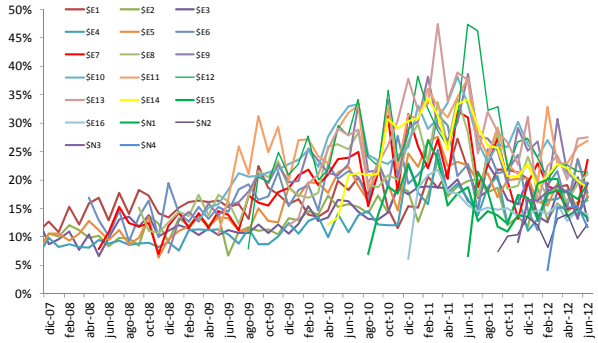
*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

## 3. PORTAFOLIO DE CARTERA A TITULARIZAR

La estructura cuenta con un Mecanismo de Reducción de Tasas en la que Titularizadora está facultada para reducir las tasas de interés de los créditos y para negociarlas hasta una tasa límite de 11% sin tener que sacarlos de la universalidad. Esta herramienta tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago que resultan de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento del prepago para las emisiones Tips Pesos, cuyo promedio de los últimos 24 meses[9] ha sido del 21,34%.

**Grafico No. 2. Tasa promedio de prepago anual emisiones Tips Pesos**




**Fuente:** Titularizadora Colombiana

La cartera a titularizar corresponde únicamente a cartera NO VIS (Vivienda diferente a Interés Social). Los originadores involucrados en este proceso de titularización son BBVA (60%) y Banco Davivienda (40%).

El promedio ponderado del Loan to Value actual de la cartera de acuerdo al monto del crédito es de 43,16%. Es de destacar que en la medida 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.

Finalmente, en cuanto a la diversificación geográfica de la cartera titularizada, el 45,39% de su valor se encuentra concentrado en inmuebles ubicados en Bogotá, el 6,57% en Medellín, el 5,52% en Cali, y el porcentaje restante está representado por activos situados en otras ciudades del país.

[9] Con corte a Junio de 2012.

## 4. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana se enfoca en implementar políticas y procedimientos de control interno que propenden por la optimización de la eficiencia y eficacia en las operaciones, el mejoramiento de los procesos de generación de información financiera, el cumplimiento con la regulación aplicable, leyes, políticas y normas, y la realización de una adecuada gestión de riesgo.

El comité de crédito realiza monitoreo 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 y/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 Titularizadora ha definido como deseable y 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 la Calificadora se ajustan a los requerimientos de un proceso de titularización. Por lo anterior, no se consideró necesaria la evaluación individual y particular de cada uno de los bancos originadores.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

**CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO**

Esta calificación se asigna respecto de instrumentos de deuda con vencimientos originales mayores de un (1) año. Las calificaciones representan una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. En este sentido, establece la capacidad de pago de una institución en cuanto a sus pasivos con el público, considerando la calidad de los activos, la franquicia en el mercado, sus fuentes de fondeo, así como la estabilidad de sus márgenes operativos. También considera la estructura de manejo de riesgos financieros y la calidad de la gerencia. La calificación pueden incluir un signo positivo (+) o negativo (-) dependiendo si se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

**Grados de inversión:**

| | |
|---|---|
| **AAA** | Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta categoría en grados de inversión. |
| **AA** | Es la segunda mejor calificación en grados de inversión. Indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta. |
| **A** | Es la tercera mejor calificación en grados de inversión. Indica una satisfactoria capacidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación A podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tantos internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas. |
| **BBB** | La categoría más baja de grados de inversión. Indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas. |

**Grados de no inversión o alto riesgo**

| | |
|---|---|
| **BB** | Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que la probabilidad de incumplimiento es considerablemente menor que para obligaciones de calificación mas baja. Sin embargo, existen considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de servicios de la deuda. |
| **B** | Las emisiones calificadas con B indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las emisiones de mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses. |
| **CCC** | Las emisiones calificadas de CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera. |
| **CC** | La calificación CC se le aplica a emisiones que son subordinadas de otras obligaciones calificadas CCC y que por lo tanto contarían con menos protección. |
| **D** | Incumplimiento. |
| **E** | Sin suficiente información para calificar. |

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

**HOJA DE VIDA MIEMBROS DEL COMITÉ TECNICO**

***Roy Weinberger***, Es MBA de Columbia University y BA en Ciencia Política de la University of Rhode Island. Cuenta con 25 años de experiencia en cargos directivos en calificadoras internacionales como Standard & Poor's y Thomson Financial BankWatch. Entre la experiencia con la primera de las citadas, vale resaltar su calidad de ejecutivo senior y Vicepresidente fundador a cargo de las emisiones corporativas, relacionadas éstas últimas con empresas del sector público a nivel global. Resulta destacable también su experiencia como Vicepresidente, en la evaluación y calificación de municipalidades y entes territoriales de varios países.

***Mahesh Kotecha,*** quien tiene grado de Finanzas de la Escuela del Negocios del MIT y doctorado en Negocios Internacionales y Finanzas del NY Graduate School of Business. Fue ejecutivo de alto nivel de Standard & Poor's y como su Vicepresidente, fue pionero en la realización de las calificaciones de titularizaciones de cartera y especialmente, de emisiones estructuradas de más de 20 entidades subnacionales (públicas y gubernamentales), especializándose así en proyectos de mercados emergentes. El señor Kotecha posee actualmente en los Estados Unidos una reputada firma de finanzas estructuradas (SCIC). Colateralmente, es uno de los principales ejecutivos de desarrollo del programa de garantías que administra el Banco Interamericano de Desarrollo y del programa United Nations Development Program.

***Leonardo Bravo (suplente),*** Es MSc en Negocios Internacionales de Ceram School of Management en Francia y BS en Finanzas y Relaciones Internacionales de la Universidad Externado de Colombia. Cuenta con 15 años de experiencia en cargos analíticos en Banco de Bogotá, Corredores Asociados, BRC Investor Services y la calificadora internacional Standard & Poor's (S&P). En S&P estuvo a cargo como Director Asociado y luego como Director de calificaciones de instituciones financieras en México, Centroamérica y el Caribe.