

# Reporte de calificación

---

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS UVR U-4

**Comité Técnico:** 2 de agosto de 2019  
**Acta número:** 1589

**Contactos:**

**Lina Vélez Ramírez**  
[lina.velez@spglobal.com](mailto:lina.velez@spglobal.com)

**Edgar Mauricio Robles Cifuentes**  
[edgar.robles@spglobal.com](mailto:edgar.robles@spglobal.com)

## TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS UVR U-4

CALIFICACIÓN INICIAL				
Serie	Tips UVR A U-4	Tips UVR B U-4	Tips UVR Mz U-4	Tips UVR C U-4
Calificación	'AAA'	'A'	'BBB'	'BB+'

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips UVR A U-4 de contenido crediticio Tips UVR B U-4 de contenido crediticio Tips UVR Mz U-4 de contenido crediticio Tips UVR C U-4 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips UVR U-4
Monto de la emisión	Tips UVR A U-4 UVR 1.194.077.369 Tips UVR B U-4 UVR 132.675.263 Tips UVR Mz U-4 UVR 16.584.407 Tips UVR C U-4 UVR 10.614.021 Total <b>UVR 1.353.951.061</b>
Fecha de emisión	Agosto de 2019
Series y plazo	Tips UVR A U-4; 120 meses con vencimiento en 2029 Tips UVR B U-4; 180 meses con vencimiento en 2034 Tips UVR Mz U-4; 180 meses con vencimiento en 2034 Tips UVR C U-4; 180 meses con vencimiento en 2034
Tasa facial máxima	Tips UVR A U-4: Tasa Facial Tips A Tips UVR B U-4: 4,70% Tips UVR Mz U-4: 7,20% Tips UVR C U-4: 9,00%
Pago de intereses	Tips UVR A U-4: Mes vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips UVR B U-4: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips UVR Mz U-4: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips UVR C U-4: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad Tips UVR U-4 conformada por los créditos No VIS (vivienda diferente a interés social) y VIS 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	Fondo Nacional del Ahorro FNA Bancolombia S.A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera	Fondo Nacional del Ahorro FNA Bancolombia S.A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de los tenedores	Fiduciaria Renta 4
Administrador de pagos	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.
Estructurador y administrador de la universalidad	Titularizadora Colombiana S. A.

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV confirmó en revisión extraordinaria las calificaciones de deuda de largo plazo de 'AAA' de los Tips UVR A U-4, de 'A' de los Tips UVR B U-4, de 'BBB' de los Tips UVR Mz U-4 y de 'BB+' de los Tips UVR C U-4.

Realizamos una revisión extraordinaria para incorporar en nuestro análisis las siguientes modificaciones en la composición del portafolio de la transacción:

- Mayor participación del Fondo Nacional del Ahorro (FNA): Los porcentajes de participación de los bancos en la transacción son: Davivienda (28%), Bancolombia (27%) y Fondo Nacional del Ahorro (45%).
- Incremento del porcentaje equivalente del saldo de capital de cartera de la serie Mz a 1,25% de 1%.

Las calificaciones se fundamentan en el análisis de la calidad de la cartera titularizada y en nuestra opinión sobre los niveles de protección crediticia con las que cuenta la transacción en forma de sobrecolateralización, margen financiero y excedentes de liquidez, los cuales, combinados con nuestros supuestos de frecuencia de incumplimiento y de severidad de la pérdida, continúan siendo suficientes para soportar los escenarios de estrés correspondientes a los niveles de calificación asignados.

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las series de la transacción Tips UVR U-4 con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada una podría soportar sin incumplirles a los tenedores de los títulos.

Los Tips UVR U-4, tienen el respaldo parcial de créditos hipotecarios originados por el FNA, que es la principal herramienta del Gobierno Nacional para la implementación de su política pública de vivienda. El FNA tiene una calificación de riesgo de largo plazo 'AAA' y de riesgo de corto plazo 'BRC 1+', y una de originador de 'ori AA+' asignada por BRC. Dichas calificaciones indican que la entidad tiene una capacidad financiera sumamente fuerte para cumplir con sus obligaciones, y una habilidad muy fuerte para la originación y administración de activos.

No obstante, debido a características específicas del objeto social de esta entidad y al hecho de que sus indicadores de cartera vencida tienden a ser mayores a los del sector y a que tiene tasas de colocación más bajas que las de la industria, BRC realizó escenarios de stress propios a esta transacción para poder emitir nuestra opinión.

En la evaluación de la calidad de la cartera, BRC consideró las siguientes características:

- La relación VIS (vivienda de interés social) y no VIS (vivienda diferente a interés social).
- La edad y plazo de los créditos.
- La ubicación geográfica de los bienes inmuebles.
- La tasa promedio ponderada del portafolio.
- 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 los Tips UVR U-4, estas características son consistentes con la cartera arquetipo que BRC ha definido como referencia para las transacciones que se respaldan en créditos hipotecarios.

Los mecanismos de cobertura de la emisión se fundamentan, entre otros factores, en el esquema de prioridad de pagos. Este constituye un instrumento eficaz para asignar los recursos destinados a atender

las obligaciones y los gastos a cargo de la universalidad. La subordinación de pagos existente entre las clases A, B, Mz y C (en ese orden de prioridad) proporciona mayor cobertura para la clase A.

La estructura de los Tips UVR U-4 cuenta con un mecanismo de ajuste del balance de capital para que el saldo de capital total de los créditos vigentes sea igual a 111,11% del saldo de capital total de los Tips A. Esta inclusión, cambia parte de la tradicional cascada de pagos de los TIPS, ya que una vez realizados los pagos contractuales y pagos adicionales a los Tips A, los excedentes se utilizan para pagar el título B.

Consideramos que este ajuste permite tener una estructura más eficiente dado que evita excesos de sobrecolateralización para la serie A, permitiendo que este tenga una mayor duración y menores niveles de exceso de cobertura al final de su amortización. Adicionalmente, permite pagar el título B más rápido y liberar margen financiero para beneficio de la transacción. Los mecanismos de mejoras crediticias tales como pagos de capital programado, cobertura parcial y las causales de suspensión se mantienen y continúan favoreciendo el pago de las series A, lo cual consideramos como positivo ya que mitiga el incumplimiento de la serie más senior y representativa dentro de la estructura de la transacción.

También evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la administración adecuada de la cartera por titularizar por cada originador o administrador, específicamente por la Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' por BRC). 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 UVR U-4 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

BRC generó 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 y un análisis de la dinámica de los títulos bajo nuestros supuestos actualizados de la tasa anualizada de prepagado para estos títulos. Los resultados de estos escenarios indican que los flujos de caja de la cartera por titularizar son suficientes para atender las series más senior.

En la estructura de los Tips, el prepagado se traslada automáticamente a los inversionistas porque se produce una disponibilidad de recursos adicionales para pagar a los tenedores de los títulos de la universalidad Tips UVR U-4. De esta forma, el prepagado 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, reduce el riesgo crediticio para los inversionistas puesto que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

Las series subordinadas de la transacción, Tips UVR Mz U-4 y Tips UVR C U-4, se han estructurado con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos). Por lo tanto, un alto índice de prepagado afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar estas series, lo cual se refleja en la calificación asignada. Como parte de la metodología de calificación, en el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos un promedio de las tasas de prepagado que han presentado históricamente las emisiones en UVR. Así, el resultado muestra que las series subordinadas 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.

## II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- Tips UVR A U-4: Título senior. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura, con un plazo de 120 meses.

- Tips UVR B U-4: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses.
- Tips UVR Mz U-4: 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, con un plazo de 180 meses.
- Tips UVR C U-4: 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, con un plazo de 180 meses.

**Tabla 1. Estructura de la emisión Tips UVR U-4**

Clase	Serie	Tasa facial	Valor de los títulos en UVR*	Participación dentro del portafolio
Tips A	U-4 A - 2029	Tasa facial final TIPS A U-4	1.194.077.369	88,19%
Tips B	U-4 B - 2034	4,70%	132.675.263	9,80%
Tips Mz	U-4 Mz - 2034	7,20%	16.584.408	1,22%
Tips C	U-4 C - 2034	9,00%	10.614.021	0,78%
<b>Total</b>			<b>1.353.951.061</b>	<b>100%</b>

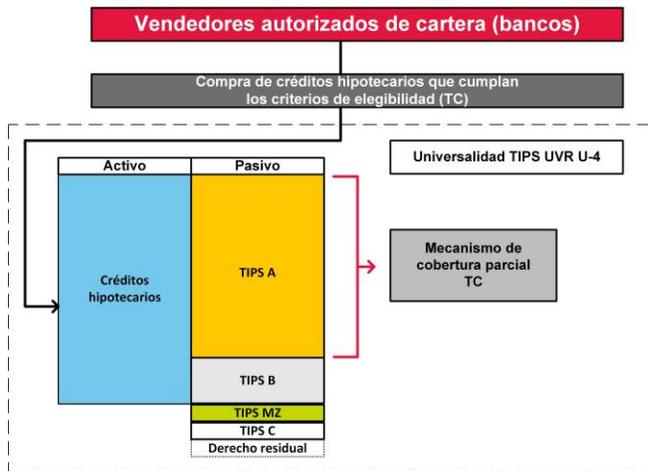
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

\*Nota: Los valores que se observen en la fecha de emisión podrían presentar cambios respecto a los registrados en la Tabla 1 en el momento de la colocación de la emisión. Sin embargo, no se esperan cambios en la participación de cada serie sobre el total de la transacción.

El activo subyacente de la universalidad Tips UVR U-4 lo conforman los créditos hipotecarios VIS y No VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos de la siguiente manera:

- 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 1**  
Estructura de los Tips UVR U-4



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

### III. PORTAFOLIO DE CARTERA A TITULARIZAR

La transacción U-4 la componen créditos hipotecarios emitidos en UVR para la compra de vivienda diferente a interés social – No VIS (59,53% frente a 48,73% en la Calificación inicial –CI) y de VIS (40,47% frente a 51,27% en la CI), originados por FNA (45,12%), Bancolombia S.A. (26,72%) y Banco Davivienda S.A. (28,17%).

Consideramos que el segmento VIS no representa un riesgo significativo para la transacción, dado que un alto porcentaje de estos cuentan con el beneficio del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH, 43%), un bajo porcentaje de LTV y un adecuado periodo de maduración de 6 años.

La cobertura FRECH sobre la tasa de interés incentiva el buen comportamiento del deudor y es favorable para la estabilidad del portafolio, ya que el deudor pierde el subsidio si sus pagos al préstamo presentan mora por más de tres meses consecutivos y está limitado para realizar operaciones de venta de cartera o negociación de la tasa de interés.

**Tabla 2. Características del Colateral TIPS UVR U-4**

	VIS	No VIS	Total
Monto	UVR 536.878.522	UVR 789.874.110	UVR 1.326.752.632
%	40,47%	59,53%	100%
Número de créditos	5.294	2.422	7.716
%	68,61%	31,39%	100%
Beneficio FRECH*	42,90%	5,09%	20,39%
LTV	39,09%	45,94%	43,17%
Tasa promedio ponderada (TPP)	7,99%	7,50%	7,70%
Años para el vencimiento	10,93	15,28	13,52
Años transcurridos	6,57	4,00	5,09

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a julio de 2019

\* Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria

Dentro del análisis adicional que se hizo a la cartera del FNA se puede ver que el 5,53% de los créditos originados por el FNA son a deudores afiliados mediante el producto Ahorro Voluntario Contractual (AVC)

y el 94,47% restante a través del producto de Cesantías. En promedio, estos créditos cuentan con una maduración de 7 años mayor al promedio registrado en los créditos titularizados y un LTV de 38% menor. 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 de la toma de posesión del activo.

El 68% de la cartera se encuentra concentrada en Bogotá y sus municipios aledaños. Sin embargo, no consideramos esto como un riesgo para el pago de la transacción debido a que se encuentra por debajo del límite establecido y a que Bogotá es una zona de alta diversificación económica. A esta ciudad le siguen Pereira (5%), Medellín (3%), y el porcentaje restante corresponde a créditos originados y respaldados 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 entre los procedimientos de los originadores y lo que la Titularizadora considera 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 consideramos 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 Preliminares a la emisión de la transacción Tips UVR U-4, en el portafolio preliminar de la cartera a titularizar y en la evaluación por parte de BRC del comportamiento de los flujos de caja derivados de dicha cartera en diferentes escenarios de tensión.*

*A la fecha de este reporte, la emisión aquí mencionada aún no ha sido colocada en el mercado. Si a la fecha de colocación definitiva surgieran cambios en los supuestos analizados o que se ubicaran fuera los rangos o variables considerados para otorgar la calificación, o si estos cambios se relacionaran a aspectos tales como, por ejemplo, tasas de interés, plazos o alguna de las consideraciones expuestas en este documento o implicarán cambios substanciales en los documentos legales soporte de la operación y conocidos por BRC Investor Services S. A. SCV, la calificación otorgada podría cambiar.*

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.*

---