

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-8

Titularizadora Colombiana
Informe de Calificación

Índice

	Página
Resumen de la Transacción.....	1
Factores Clave de la Calificación.....	1
Factores Clave Adicionales	2
Críterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información	2
Comparación con Emisiones Recientes.....	3
Análisis del Colateral	3
Recuperación dado el Incumplimiento ..	6
Escenarios de Estrés	6
Prepagos	6
Estructura de la Emisión	8
Estructura Financiera	8
Modelación del Flujo de Caja.....	10
Riesgo de Contraparte	12
Análisis de Desempeño	12
Apéndice A: Análisis de Sensibilidad ..	13
Apéndice B: Cobertura FRECH	14

Calificaciones

Serie	Monto (COP)	Tasa de Interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral (%)	Perspectiva
TIPS Pesos A	135.618.000.000	6.79%	may-24	AAA(col)	10.0%	Estable
TIPS Pesos B	15.068.700.000	8.63%	may-29	A-(col)	0.0%	Estable
TIPS Pesos MZ	3.013.700.000	10%	may-29	BBB(col)	-2.0%	Estable
Total Emitido	153.700.400.000					
Saldo Cartera	150.686.674.710					

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 14 de mayo de 2014

Estas calificaciones contemplan la estructura, tasas de interés y montos de los títulos, portafolio subyacente y documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Resumen de la Transacción

La emisión TIPS Pesos N-8 es la primera emisión estructurada por parte de la Titularizadora Colombiana (TC) respaldada por créditos hipotecarios del segmento Pesos VIS y NO VIS, originados por el Fondo Nacional del Ahorro (FNA). Las características del portafolio titularizado difieren de aquellas observadas en los supuestos aplicables a las emisiones de títulos respaldados por créditos hipotecarios en pesos. Por esta razón, en opinión de Fitch Ratings, el comportamiento esperado del activo subyacente de esta emisión no es comparable al presentado por el activo de otras emisiones de la Titularizadora Colombiana.

La calificación asignada a la serie privilegiada comprende el pago oportuno de interés y el capital programado (*timely*). Las calificaciones de las series subordinadas comprenden el pago final de intereses y de capital (*ultimate*).

El proceso de titularización de esta emisión fue durante el 21 y 22 de mayo de 2014. Las calificaciones otorgadas, el 30 de abril de 2014, se revisaron contemplando los montos y las tasas finales de colocación de las series TIPS Pesos A N-8 y TIPS Pesos B N-8.

Factores Clave de la Calificación

Características de la Cartera: Al analizar los datos de desempeño publicados para la cartera originada por el Fondo Nacional del Ahorro (FNA), Fitch determinó que las características de esta cartera difieren de aquellas observadas en carteras de otros originadores. Ésta presenta niveles de riesgo de incumplimiento superiores y de recuperación inferiores.

Mecanismo de Sustitución de Cartera: En opinión de Fitch, el mecanismo de sustitución de créditos -incorporado en la estructura- permite que la emisión cuente con los recursos necesarios para garantizar el servicio puntual de la deuda en cada nivel de calificación. A través de este mecanismo, se transfieren los riesgos crediticios del activo subyacente con mora mayor a 120 días hacia el FNA. El FNA mantiene una calificación nacional de 'AAA(col)' provista por Fitch.

Mecanismos de Apoyo Crediticio: Mecanismos adicionales de los que dispondrá la transacción son la subordinación de las series TIPS Pesos B N-8 y MZ N-8; el sobrecolateral de 10% de la serie TIPS Pesos A N-8 y el margen financiero de la transacción (*excess spread*), que se estima en 259 puntos básicos. Los anteriores son elementos que soportan el perfil crediticio de la serie privilegiada.

Informe Relacionado

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

Analistas

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

Maria Paula Moreno
+5 (71) 326-9999 ext 1210
maria.moreno@fitchratings.com

Factores Clave Adicionales

Estructura de la Transacción: La cascada de pagos, propuesta en la transacción, incorpora mecanismos que favorecen el pago de la serie privilegiada en eventos de mora; lo anterior en caso que se presente una mora mayor de 30 días en más del 40% del saldo del portafolio y una mora mayor a 120 días de más de 30%. Asimismo, se busca realizar 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.

Capacidad Operativa y Administrativa del Administrador Maestro: Fitch reconoce la amplia experiencia de la TC como administrador maestro, por lo que su capacidad operativa y de gestión se considera como una fortaleza para la emisión.

Marco Legal: Tanto la creación de la TC como la estructuración de la presente emisión se llevaron a cabo según las normas establecidas en la Ley 546 de 1999; por lo que, la calificadora reconoce como un factor positivo: la solidez legal que enmarca la transacción y las garantías ofrecidas por la figura de las “universalidades”.

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Criterios Aplicados

Los reportes aplicables a esta transacción son: “Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo - Colombia” (Septiembre 28, 2012); “Criterio de Calificación para RMBS en América Latina” (Febrero 13, 2014) y “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas” (Junio 19, 2013). Dichos reportes están disponibles en la página web de Fitch www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.co.

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

Este análisis se basó en información entregada por la Titularizadora sobre el desempeño de la cartera originada por el FNA, en el cual se determinó un escenario base de incumplimiento del 11.5%, niveles de pérdida de 100% y tasas de prepagos entre 9% y 12%.

Simulación

En el proceso de análisis, Fitch utilizó su modelo de flujo de caja para simular los escenarios de estrés aplicados a la transacción y determinar la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en diferentes indicadores. El modelo se modificó para incorporar: el mecanismo parcial de sustitución de créditos en mora, la cascada de pagos y mecanismos de dirección de los pagos; todos en la forma en que se especificaron en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

TC suministró a Fitch información, crédito a crédito, del portafolio; incluyendo saldo, tasa de interés, valor de los avalúos, originadores y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por Fitch y, al revisarse, se encontró que ésta era adecuada para el análisis.

Metodologías Relacionadas

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

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 2014).

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

Asimismo, TC suministro información para emisiones que incluyen créditos con cobertura del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH, véase Apéndice B). Tomando en cuenta que la cantidad de datos históricos disponibles aún no alcanza un nivel de robustez estadística satisfactorio, la calificadoras asume los mismos supuestos que utiliza para créditos tradicionales en los niveles de mora y prepago aplicados a esta porción del portafolio en sus simulaciones.

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

Comparación con Emisiones Recientes

Debido a diferencias significativas en esta transacción -en cuanto a estructura y desempeño del portafolio subyacente, no se puede realizar un análisis comparativo respecto a estas características con emisiones de títulos respaldados en activos hipotecarios denominados en pesos realizadas anteriormente por la TC.

Análisis del Colateral

A mayo de 2014, el portafolio titularizado está compuesto por 3.267 créditos hipotecarios; de los cuales:

- El 30.6% de los créditos (18.7% del OB) pertenece al segmento VIS (Vivienda con Valor Inferior a 135 SMMLV).
- El 31.5% (26.2% del OB) pertenece a deudores afiliados al FNA mediante el producto “Ahorro Voluntario Contractual” (AVC).
- El 3.4% del saldo de los créditos titularizados posee el subsidio gubernamental FRECH, que reduce la tasa de interés otorgada en un 4% a 5% como un beneficio durante 7 años a los deudores bajo los recursos del FRECH.

	FRECH	NO FRECH	VIS	NO VIS	AVC	Cesantías	Total
# Créditos	164	3.103	1.001	2.266	1.030	2.237	3.267
Saldo	5.156.689.253	145.529.985.457	28.193.751.128	122.492.923.583	39.484.925.539	111.201.749.171	150.686.674.710
PP OLTV	59,39%	59,43%	62,86%	58,64%	62,66%	58,29%	59,43%
PP CLTV	47,01%	49,68%	54,88%	48,36%	57,11%	46,91%	49,58%
PP Plazo Restante	114,79	127,67	135,43	125,34	143,32	121,52	127,23
PP Maduración	37,29	30,59	34,45	29,99	34,50	29,52	30,82
PP Tasa de Interés	11,80%	11,60%	12,35%	11,44%	13,35%	11,00%	11,61%
PP Tasa sin Cobertura	7,29%	11,60%	11,90%	11,35%	13,13%	10,86%	11,46%

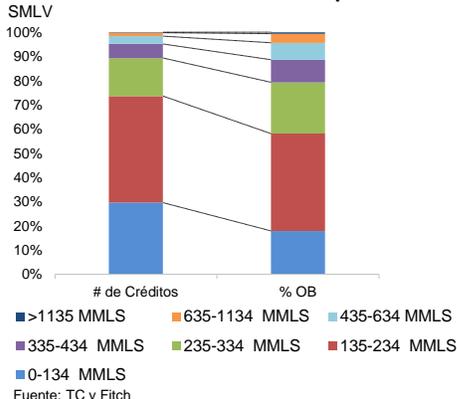
Fuente: TC y Fitch

Relación Valor a Préstamo (Loan to Value)

La legislación colombiana limita el valor a desembolsar para un crédito hipotecario; el máximo es un 70% del valor de la propiedad para préstamos NO VIS y un máximo del 80% para préstamos VIS.

El portafolio analizado posee un LTV PP total de 49.58% calculado con el valor de las garantías hipotecarias al momento de desembolso y no se evidencia gran diferencia para este indicador entre la porción FRECH y NO FRECH.

Concentración del Valor de la Propiedad



Relación Deuda a Ingreso (Debt to Income, DTI)

Debido a que los créditos de este portafolio están denominados en pesos, se esperaría que la relación DTI sea decreciente desde el momento de la originación; sin embargo, buscando ser conservadores, al no contar con información sobre esta variable, Fitch asume el valor máximo de DTI permitido por la legislación colombiana para los créditos que conforman este portafolio: 30% de los ingresos familiares.

Análisis de los Originadores / Administradores

Fitch reconoce que el FNA es una entidad que posee experiencia suficiente en este sector; fortaleza que Fitch considera en las calificaciones otorgadas. No obstante, debido a características implícitas de la originación y de la administración de los créditos, se tomaron en consideración enfoques específicos para analizar la presente transacción.

Segmento y Perfil de los Deudores de la Propiedad

Los 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 por propiedades menos deseables y que tienen una mayor probabilidad de encontrarse en mal estado; lo cual incrementa el riesgo de incumplimiento cuando el deudor tiene dificultades de vender su vivienda. Deudores VIS también tienen una menor capacidad de acumular ahorros. Por lo tanto, Fitch ajusta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS con un 30% adicional.

Asimismo, Fitch considera que el valor de la propiedad es una buena aproximación para determinar el perfil de los deudores. El portafolio concentra el 44% de los créditos con avalúos entre 135 y 334 SMMLV; mientras que el saldo de los mismos, representa el 40.2% del total. Esto evidencia una concentración de capital en los créditos con avalúos inferiores a 335 SMMLV.

Concentración del Valor de la Propiedad

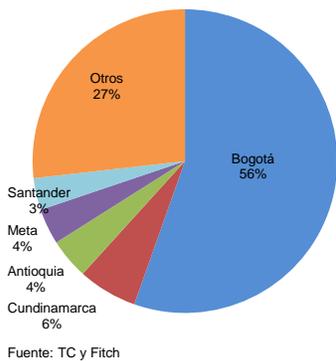
Valor de la Propiedad	# Créditos	% Saldo
0-134 SMMLV	29,60%	17,90%
135-234 SMMLV	44,02%	40,26%
235-334 SMMLV	15,73%	21,12%
335-434 SMMLV	5,82%	9,36%
435-634 SMMLV	3,28%	7,02%
635-1134 SMMLV	1,38%	3,73%
>1135 SMMLV	0,18%	0,62%

*SMMLV= COP 616,000

Fuente: TC y Fitch

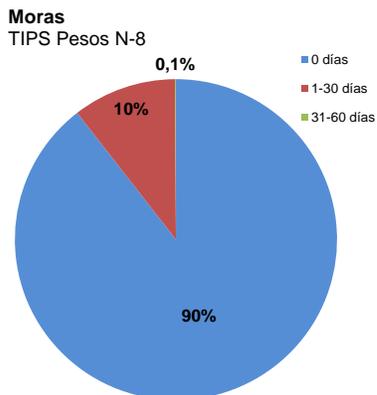
Distribución Geográfica

TIPS Pesos N-8



Distribución Geográfica

El portafolio tiene una mayor concentración de créditos en Bogotá en comparación con las emisiones más recientes. Éste es un factor de riesgo adicional, el cual se penaliza con 25% sobre el riesgo base de estos créditos. A pesar de esta característica, el acumulado de los cinco departamentos con mayor concentración de créditos (73%) es coherente con las demás emisiones y no difiere en gran proporción con su producción de Producto Interno Bruto (53%). Adicional a Bogotá, el departamento del Meta también tiene una concentración importante de créditos con respecto a su PIB. Los demás departamentos, con un número de créditos representativos, no presentan riesgos adicionales por concentración geográfica.



Fuente: TC y Fitch

Distribución de las Moras

De acuerdo con lo establecido en los criterios de selección del portafolio, dentro del mismo sólo deben existir créditos cuya altura en mora máxima -al momento de la selección- sea de 60 días. Una de las causales de pérdida de la cobertura FRECH, para los créditos que gozan de este beneficio, es no caer en mora superior a 90 días. Asimismo, estos créditos deben encontrarse al día al momento de recibir dicho beneficio.

El portafolio actual posee una proporción de créditos en mora entre 1 y 30 días del 10%, y 0.1% en mora entre 31 y 60 días.

Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

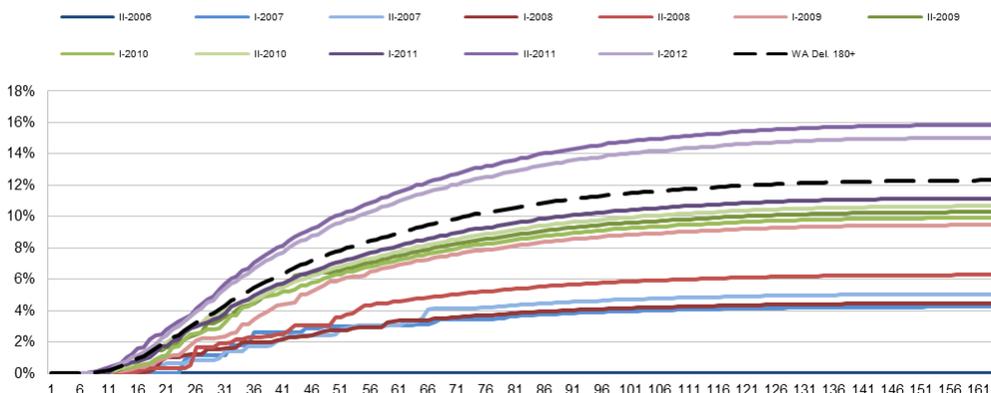
Fitch considera que las características del portafolio titularizado difieren de aquellas observadas en los supuestos aplicables a emisiones de títulos respaldados por créditos hipotecarios en pesos.

Por lo anterior, para derivar los supuestos de probabilidad base de incumplimiento esperada y los multiplicadores para cada nivel de calificación, se utilizó información histórica de las cosechas semestrales originadas por el FNA: desde 1990 hasta 2012, para préstamos denominados en UVR, y desde 2006 hasta 2012, para préstamos en pesos.

El nivel de incumplimiento registrado para los créditos denominados en pesos todavía no presenta un comportamiento estable; por lo que se realizó una proyección para determinar el desempeño futuro de estas cosechas. Para realizar esta extrapolación, se analizó el comportamiento histórico de los niveles de mora de créditos en UVR; de los cuales, se derivó un gradiente para determinar la curva de incumplimiento aplicable a los créditos originados por el FNA.

El desempeño histórico, de los niveles de incumplimiento, evidencia una estabilización a los 120 meses para créditos en UVR; sin embargo, para las cosechas en pesos analizadas se estima que dicha estabilización se da en el mes 100. En este mes, la probabilidad de incumplimiento esperada es de 11.5%. Esta probabilidad se utiliza como estimación de incumplimiento base y formará el escenario de calificación 'B(col)'.

Probabilidad de Incumplimiento mayor a 180 días - Fondo Nacional del Ahorro Extrapolación Cosechas Originadas en Pesos (2006-2012)



Fuente: Titularizadora Colombiana y Fitch Ratings

Para determinar la probabilidad de incumplimiento del portafolio total, Fitch utilizó un modelo crédito a crédito -que evalúa las características individuales de cada obligación-. Teniendo en cuenta variables como: la edad del crédito, tipo de crédito (VIS o NO VIS), concentración geográfica, distribución de la mora, tipo de empleo, calidad del originador y administrador de los créditos, Fitch penaliza o da un beneficio sobre el incumplimiento base. Debido a las características del portafolio analizado, el nivel de incumplimiento base ajustado se determinó en 14.8%.

Múltiplos aplicados al FNA

Calificación	Pesos
AAA(col)	3,18
AA(col)	2,78
A(col)	2,11
BBB(col)	1,39
BB(col)	1,08
B(col)	1,00

Fitch aplica a la probabilidad de incumplimiento base ajustada múltiplos acordes con los escenarios de calificación. Al determinar los múltiplos utilizados en esta transacción, se tuvo en cuenta el mayor nivel de estrés aplicado en la probabilidad de incumplimiento del escenario 'B(col)'; para lo cual, se realizó una compresión de múltiplos y poder así reflejar las expectativas de estrés asociadas con cada nivel de calificación. Como resultado, se determinó una probabilidad de incumplimiento base de 36.6% para el escenario 'AAA(col)'.

Recuperación Debido al Incumplimiento

Teniendo en cuenta la información histórica suministrada respecto a reestructuraciones y normalizaciones de créditos realizadas por el originador, Fitch estableció que dicha información no es suficiente para determinar niveles de recuperación en caso de incumplimiento. Es por esto que el supuesto de recuperación, para el portafolio de créditos subyacente de esta transacción, es de 0% para todos los niveles de calificación.

Escenarios de Estrés

La probabilidad de incumplimiento resulta de la multiplicación del incumplimiento base ajustado por el múltiplo específico para cada nivel de calificación en emisiones en pesos. Los resultados del modelo de incumplimiento, aplicados a cada serie de la se presentan en la tabla adjunta.

Resultados del Modelo de Incumplimiento

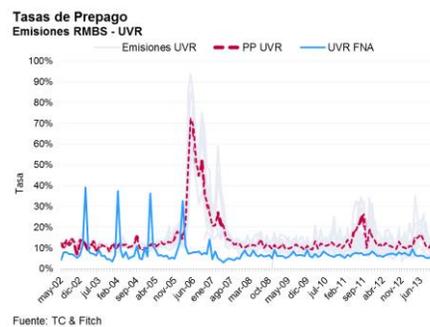
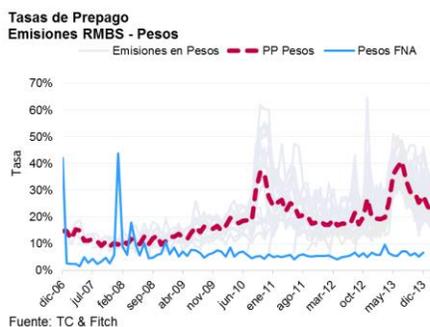
Serie	Calificación	PD	LGD
A	AAA(col)	47,1%	100,0%
B	A-(col)	27,7%	100,0%
MZ	BBB(col)	20,6%	100,0%

PD - Probability of Default. presente emisión,
LGD - Loss Given Default
Fuente: Fitch y TC

Prepagos

Para Fitch, el diferencial de tasa es un buen indicador para el incentivo potencial a prepagar, el cual puede tener un deudor al que otra entidad financiera le ofrece una mejor tasa. En este caso, el portafolio cuenta con un diferencial de tasa de 47 puntos básicos. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende -en gran parte- del ingreso del deudor; esto se refleja usualmente en el segmento al que pertenece la vivienda. Por lo general, el segmento del portafolio subyacente que se compone de cartera NO VIS está expuesto a mayores niveles de prepago que los créditos del segmento VIS.

Al analizar el comportamiento de la tasa de prepago en la cartera hipotecaria originada por el FNA, se concluyó que las tasas de prepago observadas no fluctúan con las tasas de interés de mercado; por ende, el supuesto determinado para transacciones denominadas en pesos no es aplicable.



Para establecer los supuestos de prepago, aplicados al portafolio subyacente, se realizó un análisis, tanto de créditos hipotecarios denominados en UVR como en pesos originados por el FNA. En dicho análisis se identificó que no había diferencias en los patrones de prepago según la denominación de los préstamos. Teniendo en cuenta los niveles de prepago histórico, presentados en los títulos respaldados por activos hipotecarios, se establecieron niveles de prepago aplicables a la cartera hipotecaria originada por el FNA.

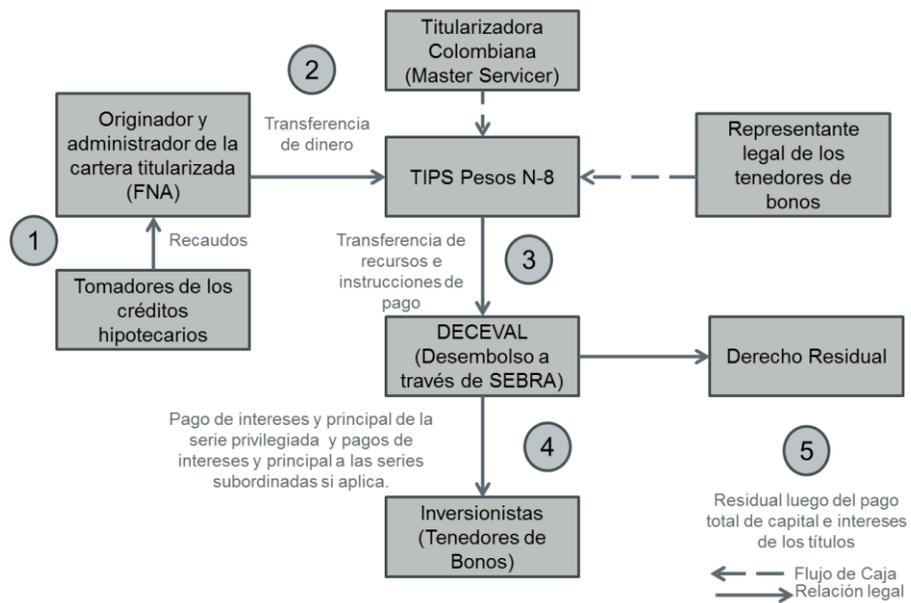
Durante los últimos 5 años (2009-2013), la tasa de prepago promedio de cartera hipotecaria titularizada ha sido de 29.71% en pesos y de 12.2% en UVR; mientras que en este mismo período los créditos en pesos del FNA tuvieron niveles de prepago de 6.4% y 6.6% para los créditos en UVR.

Debido al desempeño histórico de la variable de prepago, ésta se estimó en 9% para los primeros 3 años de la emisión y 12% desde el cuarto año hasta su vencimiento. Estos niveles son inferiores al compararse con los prepagos históricos registrados por otras transacciones; tal como se puede observar en las gráficas anteriores.

Fitch considera que el diferencial de 47 pbs, entre la tasa de interés promedio ponderada del portafolio y la tasa de mercado, no representa un riesgo de prepago; lo anterior puesto que no constituye una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepago en los deudores.

La composición del portafolio, en lo que se refiere a créditos con y sin cobertura FRECH, ayuda a mitigar el riesgo de prepago. El 5% del portafolio corresponde a créditos con cobertura FRECH. Fitch espera que la menor tasa de interés -que deben pagar estos deudores-, sumado al factor que el beneficio no es transferible en caso de refinanciación con otra entidad, aminore los niveles de prepago para créditos de estas características.

Estructura de la Emisión



Fuente: TC y Fitch

En la fecha de cierre, la TC realizó la emisión de notas respaldadas por la Universalidad TIPS Pesos N-8. Posteriormente, con el monto recaudado por la colocación de dicha emisión se procederá a pagar los gastos iniciales y a la cesión del portafolio a titularizar.

La presente emisión se estructuró con la figura de las “universalidades”. Como está consagrada en la legislación del sector hipotecario, ésta permite una separación patrimonial total de la masa de activos objeto de la titularización; lo que le otorga una protección ante eventos de riesgo mayor que la otorgada por un patrimonio autónomo. Asimismo, la Ley Marco de Vivienda 546 de 1999 establece un conjunto de reglas muy claras, con las cuales deben realizarse los procesos de titularización de activos hipotecarios (véase el diagrama de la estructura).

Estructura Financiera

TIPS Pesos N-8 es una transacción que tiene estructura de pagos totalmente secuencial. Contempla el pago puntual de principal e intereses para TIPS A, y el pago final de principal e intereses para TIPS B y MZ.

Subordinación de la Deuda

Bases para una mejora crediticia son: la subordinación de TIPS B y el sobrecolateral mínimo objetivo (de 0%) para la Serie B, alcanzado por el prepagado de la Serie A.

Prelación de Pagos

Mensualmente, en cada fecha de liquidación, se dará lugar a la prelación de pagos en el siguiente orden:

1. Costos y Gastos.
2. Pagos de intereses TIPS A.
3. Pago de capital programado TIPS A.
4. Ajuste del balance TIPS A / TIPS B a través del mecanismo de sustitución parcial.
5. Ajuste del balance TIPS A / TIPS B a través del prepago de capital de la Serie A.
6. Pago de intereses de la Garantía Parcial de Crédito de la Titularizadora.
7. Amortización PCG de la Titularizadora.
8. Pagos de intereses TIPS B.
9. En los casos en que haya lugar a las causales de suspensión pagos de capital anticipado de TIPS A hasta completar el saldo restante.
10. En los casos en que haya lugar a las causales de suspensión pagos de capital anticipado de TIPS B hasta completar el saldo restante.
11. Pagos de intereses TIPS MZ.
12. Pago de capital anticipado de TIPS A hasta completar el saldo restante.
13. Pago de capital anticipado de TIPS B hasta completar el saldo restante.
14. Pago de capital anticipado de TIPS B hasta completar el saldo restante.
15. Pago adicional a TIPS MZ.
16. Pago por concepto de residuos.

Para el título TIPS Pesos A N-8, los intereses y el capital se pagarán en modalidad mensual vencida con prepagos.

Para los TIPS Pesos B N-8 y TIPS Pesos MZ N-8 la modalidad de pago de capital será *bullet* con prepagos.

Las series subordinadas TIPS Pesos B N-8 y TIPS Pesos MZ N-8 son estrictamente secuenciales a la privilegiada en cuanto se refiere al pago de capital.

Adicionalmente, la serie TIPS Pesos MZ N-8, una vez que se reciba el pago total de sus intereses y capital -de existir remanentes en el flujo recaudado- recibirá un pago adicional.

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

Mecanismos de Mejoramiento Crediticio

El mecanismo principal para mejorar el crédito de esta transacción está en el mecanismo de sustitución parcial de créditos en mora superiores a 120 días. Éste mitiga el riesgo de crédito de la cartera titularizada, al transferirlo a su originador mediante la sustitución de los créditos con moras superiores a 120 días por un período de 42 meses o hasta que la serie privilegiada TIPS Pesos A N-8 alcance un nivel de sobrecolateral de 36% y por un valor máximo del 40% del saldo del portafolio de créditos a la fecha de emisión.

El efecto de este mecanismo de sustitución es mantener, durante su vigencia, la totalidad del saldo de la cartera subyacente en niveles de mora inferiores a 120 días. De esta forma, se sustituirán los créditos de elevados rangos de incumplimiento.

Los Títulos TIPS Pesos N-8 gozan de mecanismos adicionales de mejora crediticia y están representados en una sobrecolateralización del 10% para la serie TIPS A con respecto al saldo total de la cartera. Este nivel, de acuerdo al mecanismo de ajuste de balance y dependiendo del comportamiento del activo subyacente, debería partir de este valor mínimo y presentar una tendencia creciente; lo anterior gracias al margen financiero, que para la presente emisión tiene un valor aproximado de 259 puntos básicos.

Los factores anteriores se combinan con los mecanismos de redirección de los flujos de caja como el ajuste de balance de capital requerido y las causales de suspensión, que buscan que la cartera vigente cubra en todo momento el saldo de los títulos A y B; al tiempo que permiten priorizar el pago de la serie privilegiada ante incrementos significativos en los niveles de mora e incumplimiento a 30 y 120 días respectivamente.

Modelación del Flujo de Caja

Niveles de Prepago

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

El nivel de prepago utilizado fue el mismo para toda la cartera y para todos los niveles de calificación. Las tasas de prepago proyectadas son 9% para los primeros 3 años de la emisión y 12% del cuarto año en adelante. Estas tasas, comparadas con el promedio registrado en los últimos 5 años de 6.4% para los créditos denominados en pesos del FNA, resultan conservadoras.

Supuesto de Gastos

Fitch asume un nivel de gastos de 1.85% al año sobre el saldo total del portafolio para el primer año de la transacción, tomando en cuenta la amortización de los gastos iniciales de la emisión. A partir del segundo año, se espera que los gastos disminuyan y varíen según la proyección del saldo restante de la cartera.

Fitch ajusta sus supuestos de gastos fijos y variables, considerando la información provista por la TC a esta calificadora, los cuales se ajustan a las condiciones contractuales de cada emisión y se proyectan en el modelo de flujo de caja.

Niveles de Recuperación

Fitch asume para esta transacción un nivel de recuperación de 0% desde que un préstamo cae en incumplimiento.

Nivel y Distribución del Default

La expectativa de incumplimiento, derivada para cada nivel de calificación a partir del producto del incumplimiento específico por el múltiplo de calificación asignado, viene de un modelo crédito a crédito utilizado por Fitch. El modelo arroja una probabilidad de incumplimiento para subconjuntos de créditos, agrupados por el plazo restante del portafolio (*replines*). Este incumplimiento se aplica en el modelo de flujo de caja, en curvas que son ajustadas de acuerdo al plazo restante de cada uno de los *replines* que conforman dicho modelo.

Mecanismo de Sustitución de Créditos en Mora

En la modelación del flujo de caja se incluyó el efecto que este mecanismo tiene sobre el desempeño de la transacción. Considerando que el saldo de cartera con niveles de mora mayores a 120 días va a ser 0, durante la vigencia de este mecanismo, se realizó un ajuste a las curvas de incumplimiento de cada subconjunto de créditos.

Escenarios Evaluados

La calificadora analizó diferentes combinaciones de supuestos, con el fin de determinar qué factores afectaban más a la calificación y cuál era la resistencia de los mecanismos de cobertura ante incrementos o reducciones en los niveles de prepago, incumplimiento ajustado y recuperación utilizados. Para el caso de la cartera FRECH, incluida en el portafolio analizado, se enfatizó en el impacto que tiene la reducción de flujos en el momento en que culmina la cobertura.

De acuerdo al análisis realizado con base en los múltiples escenarios y teniendo en cuenta los elementos enunciados en la sección “Factores Clave de Calificación”, se determinó que cada una de las series soporta los niveles de estrés requeridos para cada una de las calificaciones otorgadas.

Marco Jurídico

La emisión TIPS Pesos N-8 está estructurada con la figura de las “universalidades”, que 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 está conformada por los créditos hipotecarios titularizados y sus garantías, los derechos sobre los seguros de vida y contra accidentes que protegen la vida de los deudores y los inmuebles objeto de garantía, los activos o derechos relacionados con el mecanismo de cobertura parcial otorgado por la TC, así como los rendimientos derivados de inversiones temporales de los flujos recaudados.

El marco legal, en el que fue estructurada la emisión, se considera como una fortaleza; 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

Fondo Nacional del Ahorro (FNA)

FNA originó el 100% de la cartera que conforma el portafolio de esta transacción. Esta entidad posee una calificación de emisor de largo plazo en moneda local de Fitch de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' para el corto plazo. Estas calificaciones reflejan la estructura fuerte de capital con la que cuenta la entidad, los coeficientes amplios de liquidez (26% del total de los activos), el respaldo proporcionado por el gobierno, con el cual se garantiza el 100% de las obligaciones contraídas por el FNA y la estabilidad que mantiene la cartera de créditos. El FNA juega un papel importante en el plan de desarrollo del gobierno con respecto a las estrategias de vivienda.

Adicionalmente, el FNA posee una calificación de administrador de financiamiento estructurado de 'RMBS1-(col)', la cual se otorgó con base en la consistente mejora de procesos operativos, una participación del 16.5% en el mercado de créditos hipotecarios y una amplia escala de negocios.

Análisis de Desempeño

El análisis permanente del desempeño de las transacciones hace parte esencial del proceso de calificación de Fitch. Reportes comprensibles, claros y actualizados para cada transacción son claves para determinar el rendimiento actual y formar una visión adecuada del perfil crediticio. El proceso de supervisión de Fitch 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, a criterio de Fitch, la información relevante no sea suficiente, se tomarán supuestos conservadores en el análisis de una transacción vigente. En los casos en los que Fitch 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 Fitch siempre ha dejado claro, Fitch no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Fitch y no debe ser utilizado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Fitch. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Apéndice A: Análisis de Sensibilidad

El efecto del mecanismo de sustitución parcial de créditos en mora y una sobrecolateralización del 10% para la serie TIPS A son suficientes para soportar los niveles de estrés asociados a una calificación 'AAA', en los escenarios de mora y prepago utilizados. Sin embargo, para determinar la resistencia de la estructura, Fitch sometió la transacción a niveles adicionales de estrés, simulando niveles de incumplimiento más altos y diferentes distribuciones en las curvas de estos niveles que aquellos utilizados en el nivel máximo de calificación. Los resultados sólo toman en cuenta cambios en los indicadores de incumplimiento y la distribución de los incumplimientos, dando un indicio de los potenciales cambios en la calificación en un ambiente de estrés, sin tener en cuenta otros factores de riesgo.

Sensibilidad de las Calificaciones a Incrementos de Incumplimiento

	Class A	Class B	Class MZ
Supuesto base ajustado	AAA(col)	A(col)	BBB+(col)
Incremento del 25% en el supuesto	AAA(col)	BBB+(col)	BBB(col)
Incremento del 50% en el supuesto	AA+(col)	BBB(col)	BB+(col)

Fuente: Fitch

Sensibilidad de las Calificaciones a Reducciones en Nivel de Pérdida

No se consideraron sensibilidades relacionadas a los niveles de recuperación inferiores a los esperados; esto debido al supuesto de pérdida por el incumplimiento de 100% aplicado a esta transacción.

Sensibilidad de las Calificaciones a Múltiples Factores

	Class A	Class B	Class MZ
Supuesto base ajustado y desplazamiento de 1 año de incumplimientos	AAA(col)	BBB+(col)	BBB(col)
Incremento del 25% en el supuesto y desplazamiento de 1 año de incumplimientos	AA(col)	BBB(col)	BB+(col)
Incremento del 50% en el supuesto y desplazamiento de 1 año de incumplimientos	A+(col)	BB+(col)	B(col)

Apéndice B: Cobertura FRECH

El Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH) fue creado en el año 2000. Inicialmente, se creó como un fondo administrado por el Banco de la República para otorgar cobertura del descalce entre la tasa de interés DTF efectiva anual y la evolución de la UVR.

Posteriormente, mediante el Decreto 1143 de 2009 se creó un mecanismo de cobertura condicionada para los deudores de créditos hipotecarios. Con dicho mecanismo podían hacer uso de dichos fondos, que eran otorgados a través de los bancos originadores de dichos créditos. Este fondo ha sido alimentado periódicamente por el gobierno colombiano en el marco de una política que busca estimular la compra de vivienda y que corresponde a una de las políticas centrales de crecimiento económico actualmente.

El sistema opera como un subsidio a la tasa de interés, en la que los deudores deben pagar una tasa de interés menor por 7 años. El monto del subsidio depende del valor de la propiedad como, se puede ver a continuación:

- Si el valor de la propiedad es menor a 70 SMMLV (COP43,120,000) el subsidio es del 5% la tasa de interés
- Si el valor de la propiedad está entre 70 y 135 SMMLV (COP43,120,000 y COP83,160,000) el subsidio es del 4% de la tasa de interés

La reducción promedio, en la cuota mensual de los deudores con este subsidio, se encuentra alrededor del 25 al 30%. El FRECH cubre esta diferencia entre la tasa de interés del crédito y la tasa al deudor. Es importante resaltar que los deudores pierden este beneficio si presentan una mora superior a 90 días.

Relación con los Medios: María Consuelo Perez; Bogotá. Tel.+5(71) 326-9999 ext. 1460, E-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Mayo 29, 2014

Acta Número: 3.570

Objeto del Comité: Revisión Extraordinaria

Definición de las Calificaciones:

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

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

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

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) *Greg Kabance, Juan Pablo Gil y Robert Krause.

*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico pueden consultarse en la página web de la Calificadora: www.fitchratings.com.co

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 © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

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