

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS E - 10

Revisión Periódica

BRC INVESTOR SERVICES S. A. SCV	TIPS A E - 10	TIPS B E - 10	TIPS MZ E - 10
TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS E - 10	AAA	AA+	A

El análisis realizado en este documento se basa en la información contenida en los Términos y Condiciones de la Emisión de TIPS E-10 y en el reglamento de la Universalidad TIPS E-10 preparados por Titularizadora Colombiana, en el portafolio de la cartera titularizada y en la evaluación por parte de BRC Investor Services del comportamiento de los flujos de caja derivados de la cartera titularizada en diferentes escenarios de tensión.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	Tips A E-10 de contenido crediticio Tips B E-10 de contenido crediticio Tips MZ E-10 de contenido mixto
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad TIPS E-10.
Monto:	1.312.120.000 UVR
Clases:	Tips A E-10, Tips B E-10 y Tips Mz E-10.
Series y Plazo:	A 2018: 120 meses. A 2023: 180 meses. B 2023: 180 meses. Mz 2023: 180 meses.
Tasa de Estructuración Máxima:	Tips A E-10: A 2018: 5,99% A 2023: 7,00% Tips B E-10: B 2023: 7,50% Tips MZ E-10: B 2023: 8,00%
Pago de Intereses:	Tips A E-10: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis.</i> Tips B E-10: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis.</i> Tips Mz E-10: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis.</i>
Activo Subyacente:	Universalidad TIPS E - 10 conformada por Créditos Hipotecarios VIS (Vivienda Interés Social) y 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 TC y cualquier otro derecho derivado de los Créditos Hipotecarios o de sus garantías.
Originadores:	Banco Davivienda S. A. Banco BCSC S. A. Banco AV Villas S.A. Bancolombia S. A.
Administradores de la Cartera:	Banco Davivienda S. A. Banco BCSC S. A. Banco AV Villas S.A. Bancolombia S. A.
Proveedor Mecanismo de Cobertura Parcial:	Titularizadora Colombiana 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 mantuvo la calificación de **AAA** a los TIPS A E-10, modifico de **AA-** a **AA+** a los TIPS B E-10 y modifico de **BBB+** a **A** a los TIPS MZ E-10, **todas en grado de inversión.**

La asignación de las calificaciones está fundamentada en los mecanismos internos de cobertura contemplados en la estructura de la emisión, las características de la cartera titularizada, la estructura particular de la emisión en lo relacionado con las prioridades de pago y la calidad del

Emisor y Administrador de la emisión (Titularizadora Colombiana), así como en la garantía externa proporcionada por esta Entidad.

El análisis de la calidad de la cartera titularizada efectuado bajo la óptica de la pérdida esperada del portafolio¹ evidenció la capacidad de la estructura para soportar escenarios de tensión extremos en los

¹ La pérdida esperada indica el valor total de pérdida esperada de un portafolio de cartera titularizada, que tiene en cuenta el nivel de incumplimiento del portafolio y el porcentaje de la pérdida total de los créditos.

niveles acordes con las calificaciones asignadas a cada clase de título. Se efectuó un análisis por separado para los Tips A E-10, Tips B E-10 y Tips Mz E-10, con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que la estructura de cada serie está en capacidad de asumir.

En la evaluación del activo subyacente de la presente emisión, BRC Investor Services consideró las características de la cartera a titularizar en cuanto a la antigüedad de los créditos, el plazo, las moras presentadas en pagos de intereses y capital, la ubicación geográfica de los bienes inmuebles, la existencia de seguros de catástrofe; y 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.

Este análisis se lleva a cabo una vez evaluadas las políticas y procedimientos relacionados con la adecuada administración de la cartera titularizada, por parte de cada originador y/o administrador y de Titularizadora Colombiana en su calidad de administradora de la emisión.

Los mecanismos internos de cobertura se fundamentan en el esquema de prioridad de pagos para cada título y los compromisos de carácter administrativo de la Universalidad Tips E-10. La subordinación de pagos existente entre las clases A, B y Mz, en ese orden, proporcionando 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 VIS y NO VIS frente al pasivo Tips A / Tips 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.

Las coberturas externas provienen del Mecanismo de Cobertura Parcial otorgado por la Titularizadora Colombiana S. A. a los Tips A, destinado a cubrir parcialmente los defectos del flujo recaudado, lo cual es fundamentalmente un mecanismo de liquidez para la estructura. La garantía para los Títulos Tips A corresponde al 1% del saldo vigente de estos títulos.

El Mecanismo de Reducción de Tasas tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago que resultan de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado. Dicho mecanismo consiste en un instrumento de cobertura de la emisión en el que la Titularizadora Colombiana, por conducto de los administradores autorizados, está facultada para reducir las

tasas de interés de los créditos hasta una tasa límite de 11%, sin tener que sacarlos de la universalidad. Lo anterior dentro de ciertas condiciones estipuladas en el prospecto de los Tips E-10.

Los diversos escenarios de estrés realizados por la Calificadora incluyeron pruebas de tensión con escenarios de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria³ en la medida que la cartera titularizada contiene 356 créditos con una tasa mayor al 11%, que representan el 16% del monto del portafolio total. De igual forma se consideraron diferentes niveles de prepago como escenarios de tensión. Los escenarios de estrés realizados por BRC incluyeron un análisis de la dinámica de estos títulos teniendo en cuenta el promedio del indicador anualizado de prepago de las emisiones vigentes de Tips UVR, entre otros niveles de prepago considerados en las pruebas.

Es importante precisar que la estructura de los Tips E-10 fue sometida a escenarios de stress⁴ en los que los flujos de caja de la cartera titularizada muestran ser suficientes para la atención de las series más *senior*, en particular los Tips A, y para soportar niveles de mora incluso superiores a los evidenciados en la crisis hipotecaria colombiana de finales de la década de los 90.

En la estructura de los Tips el prepago se traslada automáticamente a los inversionistas dado que se produce una disponibilidad de recursos adicionales para la Universalidad Tips E-10, 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 los inversionistas en la medida que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

La calificación de los Tips A E-10 guarda relación con su nivel de prioridad frente a las series subordinadas y con el comportamiento de los prepagos de los créditos hipotecarios titularizados. El nivel de calificación otorgado a los Tips B E-10 deriva del análisis de la pérdida esperada de acuerdo con los índices de mora y la capacidad de la estructura para soportar escenarios de tensión. El nivel de pérdida esperada que el portafolio está en capacidad de soportar, sin que el título incurra en incumplimiento, es consistente con el nivel de calificación asignado.

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

³ En forma generalizada e inmediata una vez colocada la emisión.

⁴ 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.

La asignación de la calificación de los Tips MZ E-10 se debe a su subordinación al pago de los Tips A y B, y en la naturaleza de su fuente de pago, estructurada con base en el exceso en *spread*. Lo anterior, teniendo en cuenta que en el análisis de tensión que realiza la Calificadora, los prepagos y los índices de morosidad afectan negativamente el flujo de caja esperado, por lo cual, la calificación asignada a los Tips Mz incorpora apropiadamente estos riesgos.

El riesgo legal implícito en el proceso de titularización se encuentra mitigado por el contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana y el proceso de titularización 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 E-10 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 tres clases de títulos:

- **Tips A E-10:** título *senior*, que se subdivide en dos series diferenciadas por el plazo: A-2018 con 120 meses y A-2023 con 120 meses. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura.
- **Tips B E-10:** título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses.
- **Tips Mz E-10:** título subordinado a las otras dos clases, y estructurado con base en el exceso en *spread* (diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos).

Tabla 1. Saldos Emisión Tips E-10 (UVR)

	Tasa Facial	Fecha de Emisión Dec-08	Revisión Calificación Dec-12	
TIPS A E-10	2020	7,00%	1.207.673.000	114.877.144
TIPS B E-10	2027	7,00%	97.919.500	97.919.500
TIPS Mz E-10	2027	7,50%	6.528.000	6.528.000
Total			1.312.120.000	219.324.144

Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

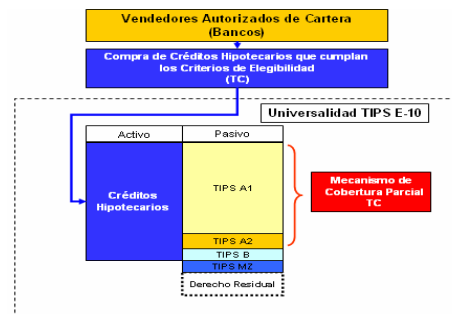
El activo subyacente de la emisión está conformado por los créditos hipotecarios VIS⁵ y No VIS⁶, con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos, entre otros, los derivados de los prepagos de los

⁵ Vivienda de Interés Social.

⁶ Vivienda diferente a Interés Social.

créditos hipotecarios, la recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate, la 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 hipotecarios, los pagos recibidos por concepto de la recompra de créditos hipotecarios, los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos hipotecarios, los derechos sobre los seguros, los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de Cobertura Parcial con Titularizadora Colombiana S. A., y cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

Gráfico 1. Estructura de la emisión Tips E-10



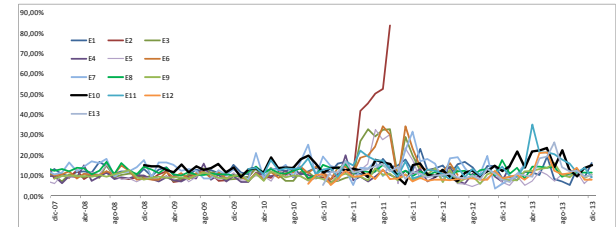
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

3. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE CARTERA TITULARIZADA

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 prepagos que resultan de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento del prepagos para las emisiones Tips UVR, cuyo promedio de los últimos 12 meses⁷ ha sido del 12,75%.

Gráfico 2 – Tasa promedio de prepagos para las emisiones UVR de TIPS



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

⁷ Con corte a diciembre de 2013.

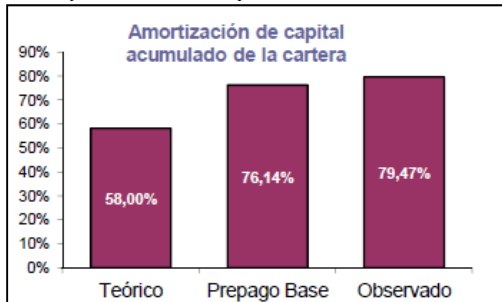
Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación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

El promedio ponderado del LTV actual de la cartera de acuerdo al monto del crédito es de 29,43%. 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.

La diversificación geográfica de la cartera se considera adecuada. El 33% de los préstamos están ubicados en ciudades diferentes a Bogotá, Medellín y Cali que participan con un 52%, 9% y 6% respectivamente.

El capital de la emisión de los Tips E-10 presentó un comportamiento similar al esperado por la TC. A enero de 2014, el 79,47% del capital de la cartera se ha amortizado frente a una amortización calculada del 76,14% usando un nivel de prepago de referencia del 10% (ver Gráfico No. 3).

Gráfico 3. Amortización de Capital Acumulada Tips E-10 (Enero de 2014)



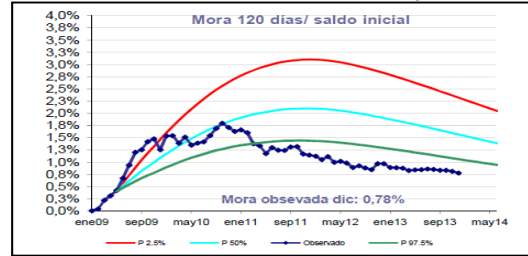
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Se observa que las tasas de prepago se han mantenido relativamente estables y en un rango promedio del 14,63% desde el inicio de la emisión (ver gráfico 2), llevando a que la tasa de prepago se acerque al escenario esperado por la Titularizadora Colombiana S.A.

Es importante destacar que debido a que los Tips MZ se estructuran con base en el exceso de *spread* (diferencia entre la tasa de la cartera y la tasa de emisión más gastos), un alto índice de prepago afecta directamente la generación de flujo futuro de este título. Con los diversos niveles de prepago, se buscó obtener el máximo nivel de mora que la estructura podría soportar sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores, y así asignar una calificación acorde con este nivel.

Por otra parte, los indicadores de cartera en mora mayor a 120 días (Gráfico No. 4), han evolucionado acorde con lo esperado por Titularizadora Colombiana S. A. A enero de 2014, el porcentaje total de cartera en mora de más de 120 días se ubicó en 0,78% para el total de la cartera, lo que ha derivado en un aumento marginal de la pérdida esperada del portafolio de cada emisión.

Gráfico 4. Cartera Total en Mora Mayor a 120 días



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

4. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana lleva a cabo la evaluación de la cartera y de los procesos de administración por parte de los bancos originadores. De esta forma, se busca determinar las diferencias existentes entre los procedimientos de éstos y lo que la Titularizadora ha definido como deseable y adecuado para la titularización. Estos procesos han pasado por un periodo de afinamiento derivado de las titularizaciones anteriores, 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.

Para efectos de control, la Titularizadora se reúne mensualmente con cada uno de los bancos administradores con el objeto de hacer seguimiento a los compromisos acordados en el proceso de certificación, y para conciliar diferencias o inconsistencias que se presenten en toda la labor de administración de la cartera, tanto desde el punto de vista de cobranza, como desde el de registro contable del recaudo.

Igualmente, la compañía realiza un comité mensual de crédito en el que se realiza el seguimiento al comportamiento de la cartera titularizada, con base en el cual se realiza parte del comité de seguimiento con el banco administrador.

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

Las escalas entre AA y CC pueden tener un signo (+) o (-), que indica si la calificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior, respectivamente.

▣ **Grados de inversión**

ESCALA	DEFINICIÓN
AAA	La calificación AAA indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es sumamente alta por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados.
AA	La calificación AA indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es muy alta por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados. No obstante, los rendimientos de los Títulos con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en la máxima categoría.
A	La calificación A indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es alta por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados. No obstante, los rendimientos de los Títulos con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.
BBB	La calificación BBB indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es aceptable por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados. Sin embargo, los rendimientos de los Títulos con esta calificación son más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.

▣ **Grados de no Inversión o lato riesgo**

ESCALA	DEFINICIÓN
BB	La calificación BB indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es limitada por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados.
B	La calificación B indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es baja por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados.
CCC	La calificación CCC indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es muy baja por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados.
CC	La calificación CC indica que la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital es sumamente baja por la calidad y características de los activos subyacentes y los flujos asociados.
E	La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente 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.

Andrés Carvajal (suplente), Economista con maestría en finanzas del Centro Internacional de Formación Financiera (CIFF) adscrito a la Universidad de Alcalá de Henares, y Maestría en Análisis de Problemas Políticos, Económicos e Internacionales Contemporáneos de la Universidad Externado de Colombia. Durante los últimos 13 años ha realizado labores de análisis financiero, económico y de riesgo en la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), BRC Investor Services, la Asociación de Comisionistas de Bolsa de Colombia y la Asociación Bancaria. Actualmente se desempeña como consultor financiero y económico asesorando a gremios del sector privado y compañías del sector real, al mismo tiempo que es catedrático del área de economía y finanzas en importantes universidades de Colombia.

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.
