

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS E – 12

Revisión Periódica

TIPS Pesos A E - 12	TIPS Pesos B E - 12	TIPS Pesos Mz E - 12
Serie Pagada	Serie Pagada	AA+ (Doble A más)

El análisis realizado en este documento se basa en la información contenida en los Términos y Condiciones de la Emisión de TIPS Pesos E-12 y en el reglamento de la Universalidad TIPS Pesos E-12 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 dicha cartera en diferentes escenarios de tensión.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	TIPS Pesos A E-12 de contenido crediticio. TIPS Pesos B E-12 de contenido crediticio. TIPS Pesos Mz E-12 de contenido mixto.
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad TIPS Pesos E – 12.
Monto Emisión:	\$386.240.000.000 pesos.
Clases:	TIPS Pesos A E – 12, TIPS Pesos B E -12, TIPS Pesos MZ E-12.
Fecha de Emisión:	Agosto 2009
Serie y Plazo:	A 2019; 120 meses. A 2024; 180 meses. B 2024; 180 meses. Mz 2024; 180 meses.
Tasa Facial Máxima:	TIPS Pesos A E-12: A 2019: 7,69% A 2024: 9,0% TIPS Pesos B E-12: B 2024: 11,5% TIPS Pesos Mz E-12: Mz 2024: 12,0%
Pago de Intereses:	TIPS Pesos A E – 12: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis (capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas).</i> TIPS Pesos B E – 12: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis (capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).</i> TIPS Pesos Mz E – 12: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis (capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).</i>
Activo Subyacente:	Universalidad TIPS PESOS E-12 conformada por los Títulos 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 Colombia S.A. Bancolombia S.A. Davivienda S.A.
Administradores de la Cartera:	BBVA Colombia S.A. Bancolombia S.A. Davivienda S.A.
Proveedor Mecanismo de Cobertura Parcial:	Titularizadora Colombiana S.A.
Representante Legal de Tenedores:	Alianza 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 (BRC) en Revisión Periódica subió a AA+ de AA a los TIPS Pesos Mz E-12, calificación en grado de inversión.

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 niveles acordados con las calificaciones asignadas a cada clase de título. Se efectuó un análisis específico para los TIPS Pesos Mz E-12, con el

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.

propósito de determinar el máximo nivel de mora que la estructura de la serie está en capacidad de asumir sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores de los títulos.

En la evaluación del activo subyacente, BRC consideró las siguientes características de la cartera a titularizar: 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 (LTV, por sus siglas en inglés), entre otras variables. Estas características son consistentes con los criterios de selección de la cartera y en especial con la cartera de referencia (Benchmark Pool) definida por BRC para un portafolio de cartera hipotecaria.

BRC también evaluó las políticas y los procedimientos relacionados con la adecuada administración de la cartera a titularizar por cada originador y/o administrador, y específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de Riesgo de Contraparte de AAA otorgada por BRC) 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 cada tipo de títulos y los compromisos de carácter administrativo de la Universalidad Tips Pesos E-12. Dado que la serie A y B fueron pagadas en su totalidad, la subordinación de pagos existente proporciona un mayor nivel de cobertura para la clase Mz.

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. Con este instrumento de cobertura la Titularizadora, por conducto de los administradores autorizados, está facultada dentro de las condiciones estipuladas en el prospecto de los TIPS Pesos E-12 de la emisión, para reducir las tasas de interés de los créditos hasta una tasa límite de 11%, sin tener que sacarlos de la Universalidad.

Los diversos escenarios de estrés realizados por BRC incluyeron pruebas de tensión con escenarios de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria² en la medida que la cartera titularizada contiene 902 créditos con una tasa mayor al 11,0%, que representan el 99% del portafolio vigente. De igual forma se consideraron diferentes niveles de prepago como escenarios de tensión. En donde se incluía un análisis de la dinámica de estos títulos

² En forma generalizada e inmediata una vez colocada la emisión.

teniendo en cuenta el promedio del indicador anualizado de prepago de las emisiones vigentes de Tips Pesos, entre otros niveles de prepago.

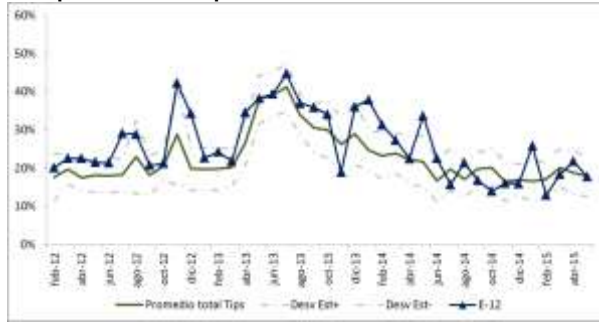
Los resultados de los escenarios de estrés (modificando los niveles de incumplimiento de pago y de prepagos) mostraron que los flujos de caja de la cartera que subyace a los Tips Pesos E-12 son ampliamente suficientes para cubrir el pago de la serie Mz. En la estructura de los Tips el prepago se traslada automáticamente a los inversionistas, dado que se produce una disponibilidad de recursos adicionales con la que se efectúan pagos a los tenedores de los títulos. 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 asignación de la calificación de los Tips Mz E-12 tiene en cuenta, de un lado, su nivel de subordinación y la naturaleza de su fuente de pago, estructurada con base en el exceso en spread. De otro, la mayor capacidad que ofrece la estructura para soportar escenarios adversos, sin incurrir en incumplimiento. Lo anterior, teniendo en cuenta que en el análisis de tensión que realiza BRC, 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.

Desde agosto de 2013 hasta mayo de 2015, predominó una tendencia decreciente en el prepago de los créditos como consecuencia del aumento de la tasa de interés de los préstamos hipotecarios en este mismo periodo. Considerando la estabilidad de la política monetaria desde septiembre de 2014 hasta la fecha, esperamos que en lo que resta de 2015 las tasas de los créditos hipotecarios no cambien significativamente, desincentivando los pagos anticipados por parte de los deudores, por lo cual los niveles de prepago se mantendrán cercanos al 20% que se observa en la actualidad (ver Gráfico 1). La Calificadora continuará monitoreando la evolución de las tasas de prepago e incorporando las tendencias recientes en los escenarios de estrés.

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.

Gráfico No. 1: Tasa promedio de prepago de las emisiones de Tips Pesos Vs. Tips Pesos E-12



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

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 derivado de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud de la cual los activos de la Universalidad Tips Pesos E-12 quedan completamente aislados tanto del patrimonio de Titularizadora Colombiana como del de los bancos originadores, esto último es fundamental para el proceso de titularización.

2. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión fue estructurada con cuatro clases de títulos:

- 📌 Tips Pesos A E-12: título *senior* con un plazo de 120 meses. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura.
- 📌 Tips Pesos B E-12: título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de los Tips A con un plazo de 180 meses.
- 📌 Tips Pesos Mz E-12: título subordinado a las otras dos clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera titularizada y los títulos emitidos.

Tabla No. 1: Saldos Emisión Tips Pesos E-12

	Tasa Facial (%)	Agosto 2009		Junio 2015	Monto Pagado
		Fecha de Emisión			
TIPS A E-12	A 2019	7,69	277.313.400.000	-	100%
TIPS A E-12	A 2024	9,00	71.244.600.000		100%
TIPS B E-12	B 2024	11,50	28.261.500.000	853.028.161	97%
TIPS MZ E-12	Mz 2024	12,00	9.420.500.000	9.420.500.000	0%
Total			386.240.000.000	10.273.528.161	97%

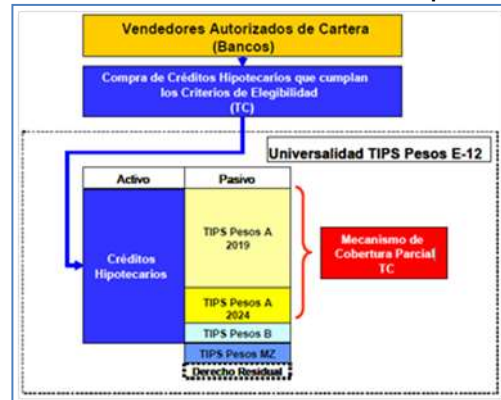
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El activo subyacente de la emisión está conformado por los créditos hipotecarios No VIS³, con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los

³ Vivienda diferente a Interés Social.

mismos, entre otros, los derivados de los prepagos de los 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 No. 2: Estructura de la Emisión Tips Pesos E-12



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Mecanismos de Cobertura:

Mecanismos Internos:

El mecanismo de cascada de pagos implementado en la estructura de la titularización permite definir claramente la forma en que los recursos que ingresan a la Universalidad Tips Pesos E-12 son aplicados a los títulos emitidos con base en una prioridad de pagos y en el mecanismo de Ajuste de Balance de Capital Requerido TIPS-Pesos A / TIPS-Pesos B. El siguiente es el esquema de pago de la Universalidad Tips Pesos E-12:

1. Gastos administrativos relacionados con la universalidad Tips Pesos E-12.
2. Pago de intereses causados corrientes, vencidos y de mora de los Tips-Pesos A de conformidad con el orden de aplicación de pagos.
3. Pago de capital programado a los Tips Pesos A⁴.
4. Ajuste de balance de capital requerido de los Tips-Pesos A/Tips-Pesos B.

⁴ De acuerdo a la amortización programada de los Tips Pesos A 2019 y A 2024, donde la programación incluye primero el capital de los Tips Pesos A 2019 y después el capital de los Tips Pesos A 2024.

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.

5. Pago de intereses sobre el saldo utilizado del mecanismo de cobertura parcial de Titularizadora Colombiana S.A.
6. Repago del saldo utilizado del mecanismo de cobertura parcial Titularizadora Colombiana S.A.
7. Pago de intereses de los Tips Pesos B.
8. Pagos de capital anticipado a los Tips-Pesos A 2019 y Tips-Pesos A 2024 en el orden respectivo, hasta que el saldo de capital total de los Tips-Pesos A de la serie correspondiente se reduzca a cero en los casos en que haya lugar a la aplicación de cualquiera de las causales de suspensión de pagos durante el tiempo que tales causales de suspensión de pagos estén vigentes.
9. Pagos de capital a los Tips-Pesos B hasta que el Saldo de capital total de los Tips-Pesos B se reduzca a cero en los casos en que haya lugar a la aplicación de cualquiera de las causales de suspensión de pagos durante el tiempo que tales causales de suspensión de pagos estén vigentes siempre que el saldo de capital total de los Tips-Pesos A sea igual a cero.
10. Pago de intereses de los Tips-Pesos MZ.
11. Pagos de capital anticipado a los TIPS-Pesos A 2019 y TIPS-Pesos A 2024 en el orden respectivo hasta que el saldo de capital total de los TIPS-Pesos A de la serie correspondiente se reduzca a cero.
12. Pagos de capital a los Tips-Pesos B hasta que el saldo de capital total de los Tips-Pesos B se reduzca a cero.
13. Pago de capital a los Tips-Pesos MZ hasta que el saldo de capital total de los Tips-Pesos MZ se reduzca a cero.
14. Pago adicional a los tenedores de los Tips-Pesos MZ.
15. Pagos por concepto de residuos.

Mecanismos Externos:

Proviene del Mecanismo de Cobertura Parcial otorgado por la Titularizadora Colombiana S.A.⁵ a los Tips Pesos A, destinado a cubrir parcialmente los defectos del flujo recaudado.⁶ La garantía para los Títulos Tips Pesos A corresponde al 1% del saldo vigente de estos títulos y constituye un herramienta de liquidez para la estructura.

⁵ Calificada AAA por BRC Investor Services S.A.

⁶ 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 reglamento.

3. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE LA CARTERA TITULARIZADA

Como resultado de los altos niveles de prepago experimentados a lo largo de la emisión, el capital de la emisión de los Tips Pesos E-12 presentó una reducción mayor a la esperada por Titularizadora Colombiana S. A. A julio de 2015, el 92,04% del capital de la cartera se había amortizado frente a una amortización calculada de 42.98%, usando un nivel de prepago de referencia de 10% (ver Gráfico No. 3).

Gráfico No. 3: Amortización de capital acumulada a julio de 2014



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El Gráfico No. 1 muestra que los niveles de prepago de los Tips Pesos E-12 han sido relativamente altos en comparación a los de otras emisiones de TIPS Pesos. Entre agosto de 2009 (mes de emisión de los Tips Pesos E-12) y mayo de 2015, el prepago de los Tips Pesos E-12 fue en promedio de 26,73% cifra superior al promedio de 22,22% registrado para todos los Tips Pesos durante el mismo periodo. Teniendo en cuenta que no se anticipa un cambio significativo en las tasas de interés del mercado para el segundo semestre de 2015, y la madurez de los créditos que componen el portafolio, BRC espera que la tendencia de los prepagos sea levemente inferior a la observada en los últimos seis meses.

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 estos títulos. Teniendo en cuenta los diversos niveles de prepago, la Calificadora buscó obtener el máximo nivel de mora que la estructura podría soportar sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores, para así asignar una calificación acorde con dicho nivel.

A mayo de 2015, el *Loan to Value* (LTV)⁷ promedio ponderado de la cartera fue de 21,51%, nivel inferior al

⁷ El LTV es la relación entre el saldo del capital del crédito y el valor comercial del activo, en un momento dado del tiempo.

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.

LTV máximo de 70% definido en los criterios de selección de cartera de Titularizadora Colombiana. Entre menor sea este indicador, 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 44% de su valor se encuentra concentrado en inmuebles ubicados en Bogotá, el 13% en Medellín, el 5% en Cali y, el porcentaje restante está representado por activos situados en otras ciudades del país.

4. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

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

El comité de crédito monitorea 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 sustituir y/o recomprar cartera cuando sea necesario, así como 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 consideramos necesario evaluar de manera individual y particular a cada uno de los bancos originadores.

“La entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de la calificadora.

Se aclara que la calificadora de riesgos 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, la calificadora 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

El análisis contenido en este documento se basa en la información contenida en los Términos y Condiciones de la Emisión de Tips Pesos E-15 y en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos preparados por la Titularizadora Colombiana, en el portafolio de la cartera titularizada y en la evaluación por parte de BRC Investor Services S.A. SVC del comportamiento de los flujos de caja derivados de dicha cartera en diferentes escenarios de tensión”

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 alto 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.

5. 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

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.
