

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS E-9 Revisión Periódica

Tips Pesos A E-9	Tips Pesos B E-9	Tips Pesos Mz E-9
Serie pagada	'AAA'	'AA+'

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	Tips Pesos A E-9 de contenido crediticio. Tips Pesos B E-9 de contenido crediticio. Tips Pesos Mz E-9 de contenido mixto.
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos E – 9.
Monto Emisión:	\$ 400.618.400.000 pesos colombianos
Clases:	Tips Pesos A E – 9, Tips Pesos B E -9, Tips Pesos MZ E-9.
Series y Plazo:	A 2018; 120 meses. A 2023; 180 meses. B 2023; 180 meses. Mz 2023; 180 meses.
Tasa Facial Máxima:	Tips A Pesos E – 9: A 2018: 10,90% A 2023: 12,20% Tips Pesos B E – 9: B 2023: 13,00% Tips Pesos Mz E – 9: MZ 2023: 13,50%
Pago de Intereses:	Tips Pesos A E – 9: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> (capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B E – 9: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> (capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz E – 9: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> (capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo Subyacente:	Universalidad TIPS PESOS E-9 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. BCSC S. A. Davivienda S.A.
Administradores de la Cartera:	BBVA Colombia S. A. Bancolombia S. A. BCSC S. A. Davivienda S.A.
Mecanismo de Cobertura Parcial:	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante Legal de Tenedores:	Helm Trust 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** confirmó la calificación de 'AAA' de los Tips Pesos B E-9 y subió a 'AA+' de 'AA-' la calificación de los Tips Mz E-9, **ambas en grado de inversión.**

El análisis de la calidad de la cartera a titularizar efectuado bajo la óptica de la pérdida esperada del portafolio (indica el valor total de pérdida esperada teniendo en cuenta el nivel de incumplimiento del portafolio y el porcentaje de la pérdida total de los créditos) evidenció la capacidad de la estructura para resistir escenarios de tensión extremos en los niveles requeridos para las calificaciones asignadas a cada clase de título. BRC efectuó un análisis por separado para los Tips Pesos B E-9 y Tips Pesos Mz E-9, con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada serie está en capacidad de asumir, sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores de los títulos.

En la evaluación del activo subyacente, BRC consideró las características de la cartera a titularizar en cuanto a: 1) La antigüedad de los créditos; 2) El plazo; 3) Las moras presentadas en pagos de intereses y capital; 4) La ubicación geográfica de los bienes inmuebles; 5) La existencia de seguros de catástrofe; y 6) La relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o *Loan to Value* (LTV, 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*) que BRC ha definido para un portafolio de cartera hipotecaria.

También evaluamos 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-9. Dado que la serie A ya fue pagada en su totalidad, la subordinación de pagos existente proporciona un mayor nivel de cobertura para las clases B y Mz.

Las calificaciones ponderan positivamente el Mecanismo de Reducción de Tasas el cual tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago derivados 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 para reducir las tasas de interés de los créditos hasta una

tasa límite de 16.5%, sin tener que sacarlos de la Universalidad.

Los diversos escenarios de estrés realizados por BRC incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria. El portafolio contiene 272 créditos con una tasa mayor al 16.5%, lo cual representa el 25.7% del monto total de la cartera a titularizar. Consideramos diferentes niveles de prepago como escenarios de tensión en los que incluimos un análisis de la dinámica de los títulos teniendo en cuenta el promedio de la tasa anualizada de prepago de los créditos que conforman el activo subyacente de las emisiones vigentes de Tips Pesos, entre otros niveles de prepago considerados por BRC.

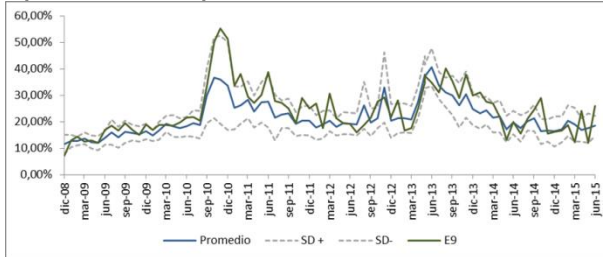
Los resultados de los escenarios de estrés (modificando los niveles de incumplimiento de pago y de prepagos) indican que los flujos de caja de la cartera a titularizar mostraron ser suficientes para la atención de las series más *senior*. En la estructura de los Tips el prepago se traslada automáticamente a los inversionistas porque se produce una disponibilidad de recursos adicionales 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.

Considerando las características de cobertura de los Tips Pesos Mz E-9 y la subordinación del pago de estos a los de los Tips B, los primeros están expuestos a un mayor riesgo de crédito por un incremento en la pérdida esperada. Dado que la serie Mz se ha estructurado con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos), un alto índice de prepago afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar estos títulos, lo cual se refleja en las calificaciones asignadas. Como parte de la metodología de calificación, utilizamos la máxima tasa de prepago presentada en las emisiones TIPS Pesos E en el escenario de estrés para los títulos subordinados; el resultado muestra que los títulos Mz son más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado debido a la posibilidad que tienen los deudores de prepagar sus créditos.

De agosto de 2013 a julio 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 período. Considerando la estabilidad de la política monetaria desde septiembre de 2014 a 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 mantendrían cercanos al 20% que se observa en la actualidad (Gráfico 1).

Gráfico 1: Tasas de prepago promedio de las emisiones de Tips Pesos E Vs. Tips Pesos E-9



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 es fundamental para el proceso de titularización, derivado de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud de lo cual los activos de la Universalidad Tips Pesos E-9 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

2. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- ✚ Tips Pesos A E-9: Título senior que se subdivide en dos series diferenciadas por el plazo, A_2018 120 meses y A_2023 180 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-9: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses.
- ✚ Tips Pesos Mz E-9: 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 de la emisión Tips Pesos E-9

		Tasa Facial	Fecha de Emisión Nov-07	Revisión Calificación Jul-15
TIPS Pesos A E-9	A 2018	10,90%	COP 294.730.100.000	-
	A 2023	12,20%	COP 73.998.300.000	
TIPS Pesos B E-9	B 2023	13,00%	COP 29.896.900.000	COP 8.523.322.765
TIPS Pesos MZ E-9	Mz 2023	13,50%	COP 1.993.100.000	COP 1.993.100.000
Total			COP 400.618.400.000	COP 10.516.422.765

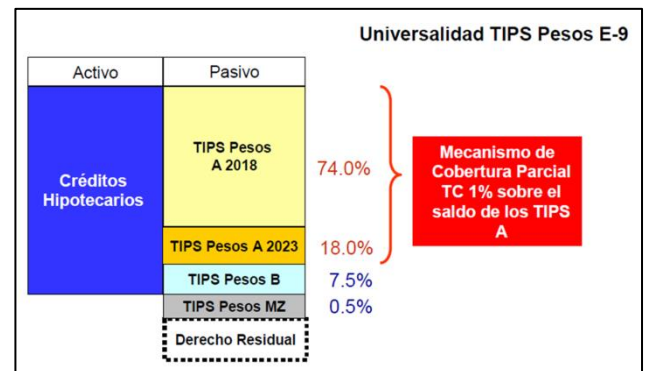
COP-Pesos colombianos

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El activo subyacente de la universalidad Tips Pesos E-9 está conformado por los créditos hipotecarios No VIS (para vivienda diferente a interés social) con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los

mismos: 1) Los derivados de los prepagos; 2) La recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate; 3) La ventas de Bienes Recibidos en Dación de Pago (BRP); 4) Los recaudos por remates a favor de terceros de garantías hipotecarias; 5) Los saldos a favor en procesos de sustitución de créditos; 6) Los pagos recibidos por concepto de recompra; 7) Los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos; 8) Los derechos sobre los seguros; 9) Los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de Cobertura Parcial, y 10) Cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

Gráfico 2. Estructura emisión Tips Pesos E-9



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 la forma en que los recursos que ingresan a la universalidad Tips Pesos E-9 son aplicados a los títulos emitidos con base en una prioridad de pagos, y con base 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-9:

1. Gastos administrativos relacionados con la Universalidad Tips Pesos E-9.
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 A (De acuerdo a la amortización programada de los Tips Pesos A 2018 y A 2023, donde la programación incluye primero el capital de los Tips Pesos A 2018 y después el capital de los Tips Pesos A 2023)..
4. Ajuste de Balance de Capital Requerido de los TIPS-Pesos A/Tips-Pesos B.
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 2018 y Tips-Pesos A 2023 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 estas 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 estas 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 2018 y Tips-Pesos A 2023 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.

El Pago Adicional a los Tenedores de los TIPS-Pesos MZ en el ítem 14 corresponde a un pago adicional participativo antes del residuo. Este se hará de conformidad con la Prelación de Pagos cuando el Valor Presente Neto (VPN) de los flujos de caja Tips-Pesos MZ sea menor al saldo de capital total de los Tips-Pesos MZ a la fecha de emisión.

Mecanismo externo:

Los mecanismos externos de coberturas provienen del Mecanismo de Cobertura Parcial a los Tips Pesos A, destinado a cubrir parcialmente los defectos del flujo recaudado. La garantía para los Tips Pesos A corresponde al 1% del saldo vigente de estos títulos y es otorgada por Titularizadora Colombiana S. A.

3. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE LA CARTERA TITULARIZADA

Consideramos que la transacción ha tenido un buen comportamiento desde su calificación inicial en diciembre de 2008. Como resultado de los altos niveles de prepago experimentados durante el 2013, el capital de la emisión de los Tips Pesos E-9 presentó una reducción mayor a la esperada. A agosto de 2015, el 92.15% del capital de la cartera se había amortizado, superior a la amortización de 77,4%

que calculó el administrador usando un nivel de prepago de referencia de 10%.

Entre agosto de 2014 y julio de 2015, el prepago de los Tips Pesos E-9 fue en promedio de 18,66% cifra ligeramente mayor al promedio de 18,08% registrado para todos los Tips Pesos durante el mismo periodo. Teniendo en cuenta que BRC prevé que las tasas de interés del mercado para el segundo semestre de 2015 no presentarán cambios significativos, la tendencia de los prepagos sería similar a la observada en los últimos seis meses.

Teniendo en cuenta los diversos niveles de prepago, BRC 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. Los resultados de los ejercicios nos permitieron confirmar la calificación de la serie B-E-9 y aumentar la calificación de la serie Mz E-9.

A julio de 2015, El promedio ponderado del *Loan to Value* actual de la cartera de acuerdo al monto del crédito es de 20,99%. Cabe destacar que en la medida en que este indicador sea menor, mayor será 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.

En general observamos que las series vigentes presentaron un aumento significativo en los indicadores de exceso de colateral y cobertura, lo cual permite que la transacción tenga un mejor nivel de protección crediticia. Los niveles de *spread* disminuyeron, pero siguen siendo positivos y el prepago, aunque es ligeramente mayor al prepago promedio de otras transacciones Tips Pesos, no representa ningún riesgo para el pago de la transacción. El efecto positivo de estos factores permite que la transacción presente una mejora en su capacidad de pago la cual se refleja en las acciones de calificación tomadas por el comité.

Finalmente, en cuanto a la diversificación geográfica de la cartera a titularizar el 38% de su valor se encuentra concentrado en inmuebles ubicados en Bogotá, el 10% en Medellín, el 8% 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 la optimización de la eficiencia y eficacia en 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 da seguimiento a las contrapartes de las universalidades. Sus funciones son aprobar los criterios de selección de cartera por comprar, revisar periódicamente la calidad del activo subyacente de cada universalidad y la sustitución y/o recompra de cartera cuando sea necesario, y aprobar la metodología de los modelos de riesgo de crédito y los programas de normalización de activos que se utilicen en las carteras hipotecarias.

El administrador busca determinar las diferencias existentes entre los procedimientos de los originadores y lo que Titularizadora ha definido como deseable y adecuado para cada titularización. Estos procesos han pasado por un periodo de afinamiento derivado de las emisiones y por los procedimientos de control implementados, que, en nuestra opinión, se ajustan a los requerimientos de un proceso de titularización. Por lo anterior, no consideramos necesaria la evaluación individual y particular de cada uno de los bancos originadores.

La entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de 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-9 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”

CALIFICACIONES DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS

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 es la más alta otorgada por BRC, lo que indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente fuerte.
AA	La calificación AA indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy fuerte. No obstante, los emisores o emisiones 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 capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es fuerte. No obstante, los emisores o emisiones 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 capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, los emisores o emisiones 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 capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es limitada. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una menor probabilidad de incumplimiento en comparación con aquellos calificados en categorías inferiores.
B	La calificación B indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es baja. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una considerable probabilidad de incumplimiento.
CCC	La calificación CCC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una alta probabilidad de incumplimiento.
CC	La calificación CC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una probabilidad muy alta de incumplimiento.
D	La calificación D indica que el Emisor o Emisión ha incumplido con sus obligaciones financieras.
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.