

Títulos Hipotecarios TIPS E-8

Titularizadora Colombiana Informe de Calificación

Índice	Página
Contenido	1
Resumen de la Transacción	1
Factores Clave de las Calificaciones	1
Criterios Aplicados, Simulación y	
Suficiencia de la Información	2
Análisis del Colateral	2
Recuperación dado el Incumplimiento	4
Escenarios de Estrés	5
Prepagos	5
Estructura de la Emisión	6
Estructura Financiera	7
Modelación del Flujo de Caja	8
Riesgo de Contraparte	9
Análisis de Desempeño	10

Calificaciones

Serie	Monto (UVR)	Tasa de Interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral	Perspectiva
TIPS A-3	85.816.814	5,0%	oct-2021	AAA(col)	81,9%	Estable
TIPS B	5.614.253	6,0%	oct-2021	AA+(col)	80,7%	Positiva
TIPS MZ	74.970.000	12,0%	oct-2021	AA(col)	64,9%	Positiva

Total Emisión 166.401.067
Saldo Cartera 475.892.942

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 30 de junio de 2014. El monto estimado en UVR se calculó de acuerdo a la estructura de capital presentada y al saldo del portafolio con corte al 30 de junio de 2014. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Resumen de la Transacción

Las calificaciones de los títulos emitidos por universalidad TIPS E-8 incorporan el desempeño de su cartera. Esta última garantiza el pago de intereses y principal, con indicadores de mora y prepago en línea con las expectativas de Fitch Ratings.

La estructura del emisor ha permitido que el sobrecolateral (*overcollateralization*; OC) para cada una de las series haya incrementado en niveles superiores a 50%. Lo anterior considera a la cartera productiva con hasta 180 días de morosidad. Esto ha ampliado el margen financiero de la transacción hasta 475 puntos básicos (pbs) estimados a la fecha.

Por lo anterior, la capacidad de pago de cada serie soporta los valores de estrés en incumplimiento y recuperación, relativos para cada nivel de calificación. La Perspectiva Estable, otorgada a la serie A-3, se basa en la expectativa de Fitch de que el desempeño del portafolio de créditos mantenga un comportamiento similar al registrado, dado el perfil de pago de los deudores. Por otro lado, la Perspectiva Positiva de las series B y MZ considera que el perfil crediticio de los títulos mejorará, si se mantiene el desempeño observado.

Factores Clave de las Calificaciones

Mecanismos Apropriados de Apoyo Crediticio: Cada serie posee niveles de OC positivos; la serie privilegiada registró 81,9% y la serie con mayor subordinación 64,8%. La transacción tuvo un exceso en *spread* de 475 pbs, lo cual le permite una acumulación constante de OC. La capacidad de pago de cada título está cubierta ante escenarios de prepago muy elevados. El perfil crediticio de cada serie mejoraría a medida que su cobertura crediticia y, en consecuencia, su margen financiero se amplíe.

Características Conservadoras de la Cartera: El indicador de 3,6%, registrado por la cartera de la universalidad para la morosidad sin recuperación a 180 días, está en línea con el promedio de otras transacciones TIPS denominadas en unidad de valor real (UVR). Estos niveles de morosidad reflejan el comportamiento de un portafolio de créditos con criterios de otorgamiento conservadores.

Estructura Secuencial de la Transacción: La estructura de pagos de la transacción incorpora mecanismos que buscan que el saldo de los títulos A y los títulos B se mantenga en línea con el portafolio vigente VIS y No VIS. Asimismo, la cascada de pagos privilegia el pago de la serie A, lo que genera un mecanismo de protección adicional respecto al comportamiento del activo subyacente.

Capacidad Operativa y Administrativa del Administrador Maestro Adecuada: Fitch reconoce la experiencia de la Titularizadora Colombiana (TC) como administrador maestro, por lo cual considera su capacidad operativa y de gestión como un factor para el desempeño de la emisión.

Marco Legal Sólido: La estructura de la titularización se ampara en la solidez legal de la figura de universalidad, creada en la Ley 645 de 1999, lo cual es considerado por Fitch como una fortaleza de la emisión.

Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS E-8
(Agosto 12, 2013).

Analistas

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

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

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Criterios Aplicados

Los criterios 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 4, 2014). Dichos criterios están disponibles en la página web de Fitch www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.co.

Simulación

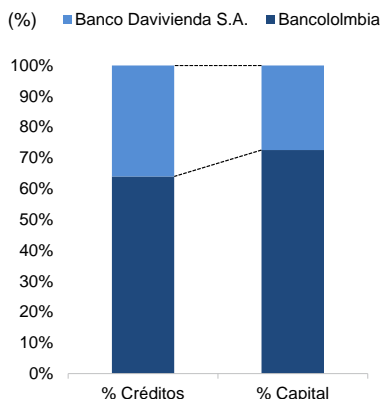
En el proceso de análisis, Fitch utilizó su modelo de flujo de caja para simular los escenarios de estrés aplicados a la transacción. De esta forma, determina la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en los diferentes indicadores. El modelo se modificó para adecuarse a la cascada y a los mecanismos de dirección de los pagos, tal como se especificaron en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

TC suministró a Fitch información crédito a crédito del portafolio, que incluyó saldo, tasa de interés, valor de los avalúos y originadores. La información se entregó en el formato solicitado por la agencia. Al ser revisada, se determinó que era adecuada para el análisis.

En su análisis, la calificadora incorporó información de otras emisiones de títulos hipotecarios, la cual obtuvo de la página web de TC. Asimismo, Fitch revisó información histórica del mercado hipotecario colombiano.

Originador
TIPS UVR E-8



Fuente: TC y Fitch.

Análisis del Colateral

Al 30 de junio de 2014, el portafolio titularizado se componía por 7.156 créditos hipotecarios; de los cuales, 62,6% pertenecía al segmento VIS, que corresponde a vivienda de interés social con valor inferior a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV). El restante 37,4% pertenecía al segmento No VIS, de vivienda con valor superior a 135 SMMLV.

Características del Portafolio

	NO VIS	VIS	Total
No. de Créditos	2.678	4.478	7.156
Saldo Cartera	73.474.555.127	27.793.607.012	101.268.162.140
PP OLTV	54,45%	56,25%	54,94%
PP CLTV	34,31%	27,20%	32,36%
PP Plazo Restante	67	33	57
PP Edad	110	147	120
PP Tasa de Interés	8,61%	9,54%	8,86%
PP Tasa Cliente	8,61%	9,54%	8,86%

Fuente: TC y Fitch.

Relación Valor a Préstamo

La legislación colombiana limita el valor a desembolsar para un crédito hipotecario a un máximo de 70% del valor de la propiedad para préstamos No VIS. El portafolio analizado posee un valor a préstamo promedio ponderado (*loan to value*, LTV) total de 32,3%. Éstos son valores conservadores para el promedio del mercado y están en línea con emisiones comparables.

Razón Deuda a Ingreso

La razón deuda a ingreso (*debt to income*, DTI) máxima, permitida por la legislación colombiana para los créditos que conforman este portafolio, se estimó en 30% de los ingresos familiares, según Fitch. Éste es un nivel conservador, puesto que no se cuenta con información sobre esta variable.

Metodologías Relacionadas

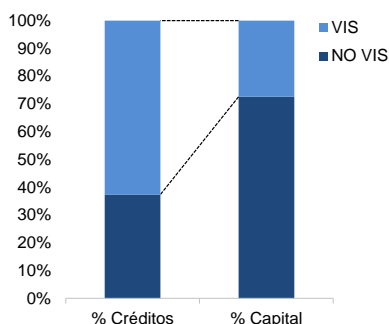
Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo – Colombia (Septiembre 28, 2012).

Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 13, 2014).

Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio 4, 2014).

Segmento

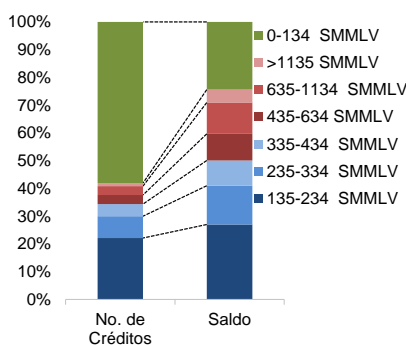
TIPS UVR E-8



Fuente: TC y Fitch.

Concentración del Valor de la Propiedad<

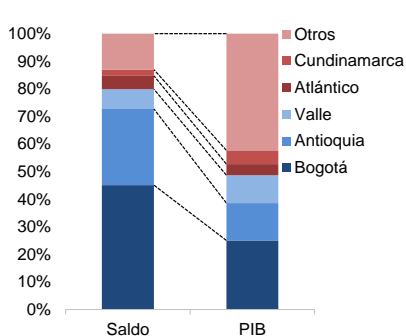
En SMMLV



Fuente: TC y Fitch.

Concentración Geográfica

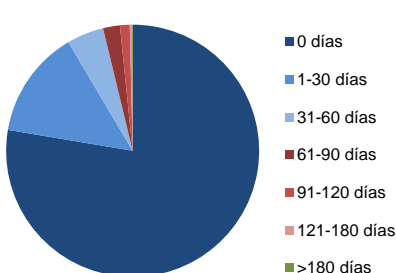
TIPS UVR E-8



Fuente: TC y Fitch.

Moras

TIPS UVR E-8



Fuente: TC & Fitch

Análisis de los Originadores / Administradores

Fitch reconoce que Bancolombia y Davivienda son entidades que poseen experiencia amplia en el sector bancario, fortaleza que Fitch tomó en cuenta en las calificaciones otorgadas. Sin embargo, la agencia no cuenta con información detallada sobre los procesos de originación y administración de las entidades.

Segmento y Perfil de los Deudores de la Propiedad

Datos dinámicos de morosidad indican que los préstamos VIS se comportan de manera diferente a los préstamos No VIS. Fitch reconoce que, por lo general, los préstamos VIS son garantizados con propiedades menos deseables y tienen una probabilidad mayor de encontrarse en mal estado. Esto incrementa el riesgo de incumplimiento cuando el deudor tiene dificultades para vender su vivienda. Los deudores VIS tienen una capacidad menor para acumular ahorros. Por lo tanto, Fitch ajusta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS con 15% adicional.

Asimismo, Fitch considera que el valor de la propiedad

es una aproximación útil para determinar el perfil de los deudores. Dado que el portafolio concentra 88% de los créditos con avalúos entre 0 y 334 SMMLV (COP190 millones) y el saldo de los mismos representa 64,4% del total, la agencia espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos medios/bajos con un perfil crediticio promedio.

Concentración del Valor de la Propiedad

Valor de la Propiedad	No. de Créditos	Saldo
0-134 SMMLV	58,0%	24,4%
135-234 SMMLV	22,2%	27,0%
235-334 SMMLV	7,8%	14,0%
335-434 SMMLV	4,4%	9,1%
435-634 SMMLV	3,3%	9,6%
635-1134 SMMLV	3,2%	11,3%
>1135 SMMLV	1,1%	4,7%

*SMMLV = COP616.000,00

Fuente: TC y Fitch.

Distribución Geográfica

Igual a la tendencia de otras emisiones hipotecarias, el portafolio tiene una concentración alta de créditos en Bogotá, lo que representa una penalidad sobre el incumplimiento base. El acumulado de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (80%) y de créditos (84%) es alto, al compararlo con la participación en la generación de producto interno bruto de los mismos (49%).

Distribución de las Moras

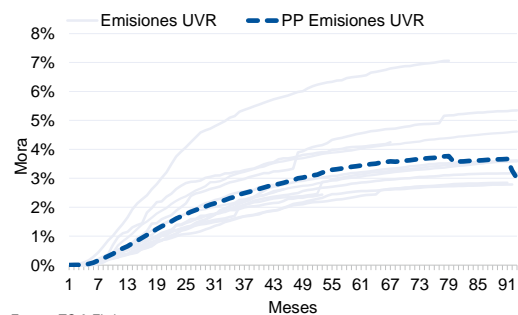
A junio de 2014, 75,1% del saldo de la cartera está al día, mientras que 21,3% tiene moras menores a 120 días. El restante 3,6% del portafolio presenta moras superiores a 120 días y se considera como cartera vencida. Fitch aplica una penalización sobre la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen atrasos en el pago, según la altura de mora.

Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

Para Fitch, la probabilidad de incumplimiento de un crédito se vincula a la relación valor a préstamo y a la relación deuda/ingreso. Considerando lo anterior y utilizando un modelo crédito a crédito, el cual evalúa las características individuales de cada obligación, Fitch determina la probabilidad de incumplimiento base del portafolio total. El presente portafolio de cartera tiene un valor a préstamo promedio ponderado de 32,3%. Al asumir una razón deuda a ingreso entre 25% y 30%, la expectativa de incumplimiento base resulta de 4,7%.

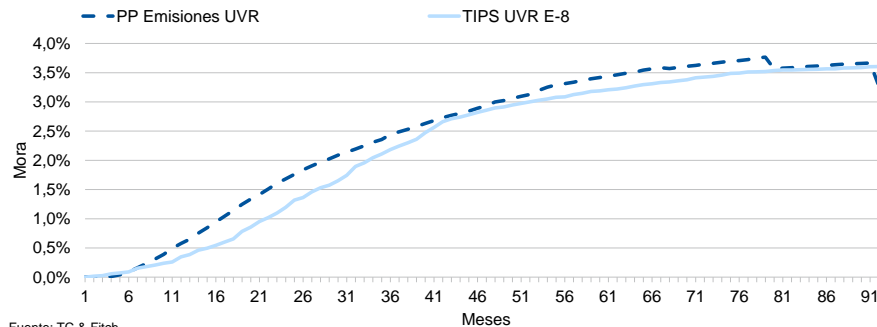
Sin embargo, Fitch hace algunos ajustes al nivel base según las características del portafolio de cartera. Al tener en cuenta variables como la edad del crédito, tipo de crédito (VIS o No VIS), concentración geográfica, distribución de la mora, tipo de empleo, calidad del originador y administrador de los créditos, y disminución del valor de mercado de los inmuebles, la agencia penaliza o da un beneficio sobre dicho incumplimiento base. Debido a las características del portafolio analizado, el nivel de incumplimiento base ajustado se determinó en 15,1%.

Histórico Mora sin Recuperación para Emisiones en UVR > 180 días



Fuente: TC & Fitch

Mora sin Recuperación TIPS UVR E-8 > 180 días



Fuente: TC & Fitch

La gráfica anterior muestra que los niveles de mora sin recuperación, para las emisiones en UVR, han alcanzado un nivel histórico aproximado del 5%, mientras que el promedio ponderado es inferior a 4%. Para la emisión TIPS E-8, los niveles de mora sin recuperación están en línea con el promedio de las de las emisiones denominadas en UVR. Debido a que estas estadísticas corresponden a un escenario económico positivo, Fitch concluye que sus supuestos para determinar el incumplimiento base y el incumplimiento ajustado son una medida conservadora con respecto a los datos observados.

Recuperación Dado el Incumplimiento

Fitch supone que, en caso de incumplimiento, el administrador de la cartera iniciaría los procedimientos de adjudicación para liquidar la propiedad y recuperar el préstamo en incumplimiento. El monto de la pérdida se calcula en función de la relación valor a préstamo, reducciones en el precio de la propiedad y los costos asociados al proceso legal.

En Colombia, los precios reales de las propiedades presentan una tendencia creciente desde el año 2000. El incremento en los precios se debe a una combinación de factores, los cuales incluyen una realineación en los precios, después de los niveles relativamente estancados entre 1995-1998; el crecimiento económico registrado en el País durante la década pasada y el aumento en la confianza de la población. Fitch concluye que la economía colombiana está sujeta a un desarrollo saludable en su mercado de propiedades, al contrario de otros mercados globales.

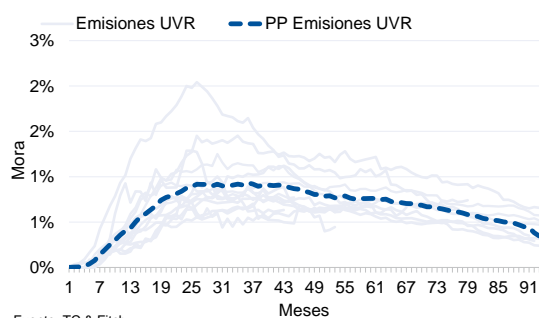
Aunque la agencia consideró los elementos anteriores, los supuestos de la reducción del valor de mercado (*market value decline*, MVD), relativos a la calificación, asumen una caída en los precios, hasta situarse entre los niveles actuales y los deprimidos de 1997-1998.

Para cada escenario de calificación, Fitch realizó ajustes en diferentes variables que determinaban la recuperación, en caso de incumplimiento. El castigo al precio de la propiedad (*house price decline*, HPD) representa la disminución del valor de mercado de una propiedad a través del tiempo. El ajuste a la venta forzosa (*quick sale adjustment*, QSA) incorpora el descuento adicional en el que se debe incurrir para lograr la venta de una propiedad en el menor tiempo posible. Por último, los gastos legales (*legal costs*, LC) representan el porcentaje sobre el valor del inmueble, los cuales deben desembolsarse para cubrir procedimientos y requerimientos legales.

En un escenario de 'AAA(col)', la disminución del valor de mercado es de 40% y se estresa un 30% adicional para reflejar la diferencia en el precio de venta entre el proceso de venta forzosa y uno normal. Tras aplicar este descuento, el cual resulta en 58%, se incrementa en 27% sobre el precio de venta para representar los gastos legales del proceso. La severidad de pérdida se calculó para cada escenario de calificación con base en los ajustes mencionados en la siguiente fórmula: $[(1-HPD)*[1-QSA]*[1-LC)]$.

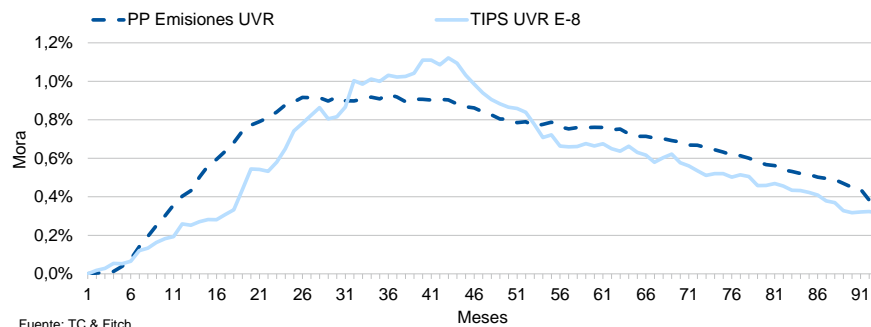
Fitch supone un tiempo de 42 meses entre el incumplimiento del préstamo y la venta de la propiedad, con el propósito de estimar la severidad de pérdidas para un nivel de calificación de 'AAA(col)'. Esto provee cierta holgura con respecto al promedio actual de 24 meses. De esta forma, se toma en cuenta la capacidad limitada potencial del sistema legal colombiano para acomodar un número más alto de juicios hipotecarios, asociados a las categorías de calificación más altas, así como una demanda más débil por viviendas.

Histórico Mora Con Recuperación para Emisiones en UVR
> 180 días



Fuente: TC & Fitch

Mora Con Recuperacion TIPS UVR E-8
>180 días



Fuente: TC & Fitch

El comportamiento de la mora con recuperación de los títulos TIPS UVR evidencia la efectividad de los procesos de cobranza y recuperación. Los niveles promedio de mora disminuyeron desde 2% hasta valores inferiores a 0,5%. Al revisar estos valores, los supuestos de recuperación utilizados por Fitch resultan conservadores.

Escenarios de Estrés

La tabla siguiente expone los supuestos utilizados en el análisis, con un escenario de estrés para las diferentes calificaciones otorgadas a las series de la presente emisión. La probabilidad de incumplimiento resulta de la multiplicación del incumplimiento base ajustado por el múltiplo específico para cada nivel de calificación de las emisiones en UVR.

Resultados del Modelo de Incumplimiento

Serie	Calificación	VIS		No VIS	
		PI	PDI	PI	PDI
A-3	AAA(col)	52,5%	0,8%	48,0%	6,9%
B	AA+(col)	47,1%	0,6%	43,3%	5,3%
MZ	AA(col)	41,7%	0,5%	38,5%	3,7%

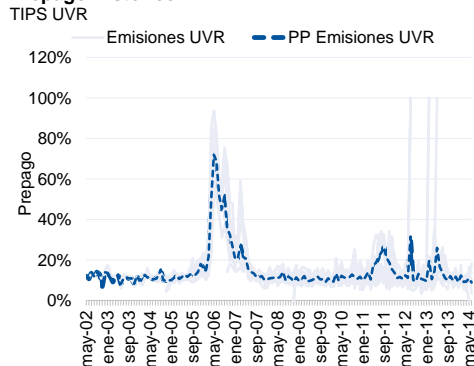
PI: Probabilidad de incumplimiento; PDI: Pérdida dado el incumplimiento

Fuente: TC y Fitch.

Prepagos

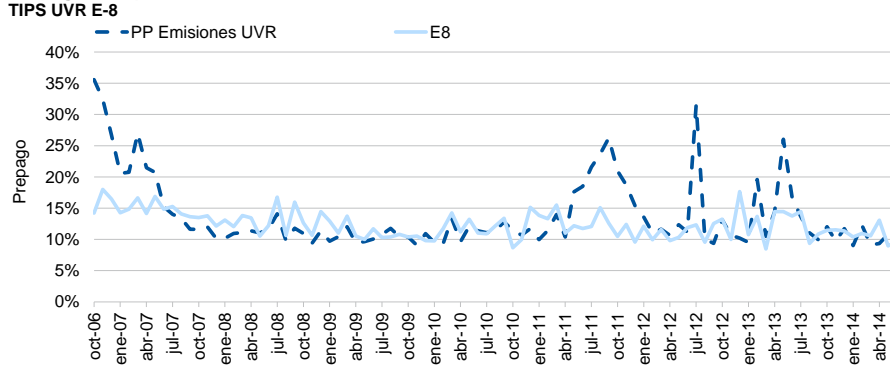
Para Fitch, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo de prepago que pudiese tener un deudor, el cual recibe una tasa mejor del mercado financiero. En este caso, el portafolio cuenta con un diferencial de tasa de 223 pbs. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende, en gran medida, del ingreso del deudor, lo cual se refleja usualmente en el segmento al cual pertenece la vivienda. Por lo general, las emisiones denominadas en pesos colombianos, cuyo subyacente se compone de cartera No VIS, se exponen a niveles mayores de prepago que los créditos del segmento VIS en emisiones en UVR.

Prepago Histórico



Fuente: TC y Fitch.

Prepago Comparativo



Fuente: TC y Fitch.

Debido a las características de este portafolio, en términos de edad promedio de la cartera y nivel de *excess spread*, el prepago estimado con el modelo de la agencia es de 20% para los próximos 4 años. Estos niveles resultan conservadores, al ser comparados con los prepagos históricos registrados por otras transacciones denominadas en UVR. Fitch considera que el diferencial de tasas de 190 pbs representa un riesgo moderado de prepago, puesto que constituye una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepago en los deudores. No obstante, el segmento que predomina en el portafolio es VIS, por lo cual la calificadora espera una tasa de prepagos baja. Asimismo, los niveles positivos de sobrecolateral de las series A-3, B y MZ protegen la transacción contra eventos potenciales de prepago.

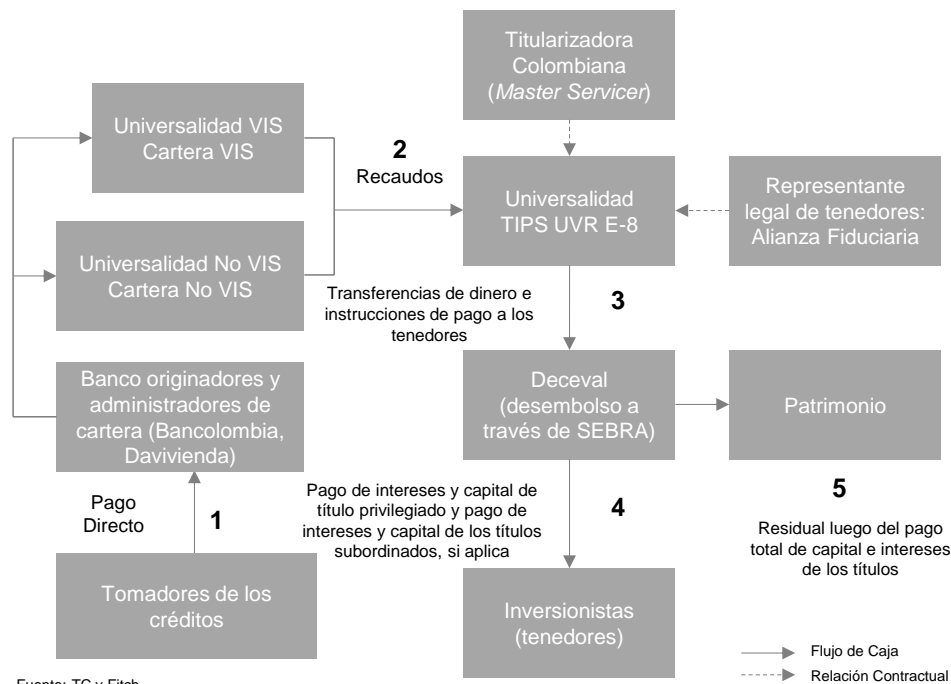
Estructura de la Emisión

Para la presente transacción, se titularizaron dos portafolios de créditos hipotecarios. La segmentación de los portafolios se realizó por créditos Vis y No VIS. Los créditos VIS se titularizaron en la universalidad VIS E-8, a partir de la cual se emitieron los títulos TIPS VIS E-8. Dichos títulos, junto con los de TIPS NO VIS E-8, resultantes de la titularización de créditos hipotecarios del segmento NO VIS en la universalidad NO VIS E-8, se convirtieron en el colateral de la universalidad TIPS E-8. A partir de éste, se emitieron las series de títulos calificados, compuestas por tres series privilegiadas TIPS A 2011, TIPS A 2016 y TIPS A 2021; y dos series subordinadas, TIPS B 2021 y TIPS MZ 2021.

La serie B es estrictamente secuencial a la serie TIPS A, en términos de pago de interés y de capital programado. Asimismo, el mecanismo de ajuste de balance permite que la suma del saldo de los TIPS A y los TIPS B se mantenga en línea con el del portafolio vigente, con mora menor a 120 días.

La universalidad se conforma a partir de la separación patrimonial de créditos hipotecarios del segmento VIS y NO VIS, originados por los bancos Davivienda y Bancolombia. Al 30 de junio del 2014, éstos participaban con 27% y 73% del saldo de capital del portafolio total, respectivamente.

Estructura Financiera



Prelación de Pagos

1. Gastos y comisiones periódicas de la universalidad
2. Pago de intereses a los TIPS A
3. Pago de capital programado de los TIPS A
4. Pre pago de TIPS A hasta alcanzar un sobrecolateral mínimo de 5%, en caso de que sea menor a este valor.
5. Pagos de capital anticipado de los TIPS A, en caso de configurarse el causal de suspensión de pagos
6. Pago de intereses a los TIPS B
7. Pre pago de TIPS A hasta alcanzar un sobrecolateral mínimo de 0%, en caso de que sea menor a este valor.
8. Pago de intereses de los TIPS MZ
9. En caso de quedar dinero remanente, se procede a prepagar el capital de los TIPS A, B y C, en su orden respectivo hasta completar el saldo remanente
10. En caso de existir un residual, el mismo se entregará a los originadores

La estructura de la transacción permite que, después de cumplir con los pagos programados de intereses y capital de las series privilegiadas, los excedentes de caja se utilicen para realizar amortizaciones anticipadas a la serie subordinada B. Esto es con el fin de mantener unos niveles mínimos de sobrecolateral, lo que ha permitido que los títulos de esta serie (TIPS B) se paguen de manera casi simultánea a los TIPS A.

Dadas las características mencionadas, todas las series emitidas son consideradas de contenido crediticio. El alcance de la calificación asignada por Fitch se limita a las obligaciones de pago puntual de intereses y capital para la serie privilegiada, y de pago final de intereses y capital para las series subordinadas.

Mecanismos de Mejoramiento Crediticio

Para el saldo vigente de la cartera (moras menores a 180 días), estos mecanismos se representan en una sobrecolateralización de 81,9% para la serie A-3; 80,7% para la serie B y 64,4% para la MZ. Estos niveles han aumentado desde el momento de emisión. De acuerdo al mecanismo de ajuste de balance y según el comportamiento del activo subyacente, los niveles de sobrecolateralización continuarán con una tendencia creciente, gracias al margen financiero (*excess spread*). Este último tiene un valor estimado de 475 pbs para la presente emisión.

Los factores anteriores se combinan con los mecanismos de redirección de los flujos de caja, como el ajuste de balance de capital requerido y los causales de suspensión, que buscan que la cartera vigente cubra en todo momento el saldo de los títulos A-3 y B. Para ello, la transacción cuenta con un mecanismo de ajuste, cuya finalidad es mantener el nivel de sobrecolateral mínimo de los títulos A en 5% y de los títulos B en 0%.

Modelación del Flujo de Caja

Niveles de Prepago

Para modelar los niveles de prepago asociados a los portafolios denominados en UVR, Fitch considera diversos factores, como la diferencia entre la tasa de interés promedio del mercado y la tasa de interés promedio que pagan los deudores; el margen financiero (*excess spread*) de la estructura y el tiempo de vida de los créditos del portafolio. La fórmula se presenta en el documento Criterio de Calificación para RMBS en América Latina Anexo – Colombia, el cual se encuentra en la página web de Fitch Ratings Colombia.

Para modelar los niveles de prepago, la agencia considera el nivel de *excess spread* de la transacción en su conjunto, la cual se determinó en 475 pbs. Posteriormente, este nivel se ajusta con base en la edad promedio de la cartera, la cual es de 120 meses para el portafolio. Fitch parte de un prepago base de 15% y lo ajusta por el nivel de *excess spread*, lo que resulta en un prepago aplicado de 20% para los próximos 4 años. El nivel de prepago utilizado fue el mismo para toda la cartera. Al comparar las tasas de prepago proyectadas con el promedio ponderado del último año, de 11,1% de la TIPS E-8, éstas resultan conservadoras.

Supuesto de Gastos

Fitch ajusta sus supuestos de gastos, tanto fijos como variables, con base en la información entregada por TC. Éstos se ajustan a las condiciones contractuales de cada emisión y se proyectan en el modelo de flujo de caja.

Tiempo de Recuperación

El tiempo de recuperación asumido por Fitch, a partir del incumplimiento del préstamo, está entre 27 y 42 meses. Este período considera el costo de mantener un préstamo que no genera intereses durante ese tiempo.

Nivel y Distribución del Incumplimiento

La expectativa de incumplimiento, derivada para cada nivel de calificación a partir del producto del incumplimiento específico por el múltiplo de calificación asignada, resulta de un modelo crédito a crédito utilizado por Fitch. Dicho modelo arroja una probabilidad de incumplimiento para subconjuntos de créditos, los cuales se agrupan por el plazo restante del portafolio (línea representativa de colateral o *replines*). Esta probabilidad de incumplimiento se aplica en el modelo de flujo de caja, en curvas ajustadas de acuerdo al plazo restante de cada uno de los *replines* que conforman el modelo.

Escenarios Evaluados

La calificadora analizó diferentes combinaciones de supuestos para determinar qué factores afectaban más a la calificación y para identificar la resistencia de los mecanismos de cobertura a incrementos o reducciones en los niveles de prepago, incumplimiento ajustado y recuperación utilizados.

De acuerdo al análisis realizado, con base en los múltiples escenarios, y al tener en cuenta los factores clave de calificación, Fitch 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 E-8 se estructura bajo la figura de las universalidades. Éstas 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 se conforma de 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 al mecanismo de cobertura parcial otorgado por la TC; y los rendimientos derivados de inversiones temporales de los flujos recaudados.

Considerado en los factores clave de la calificación, Fitch reconoce al marco legal en el que se estructuró la emisión como una fortaleza de la transacción, especialmente en lo referente a la Ley de Vivienda 546 de 1999, así como a las garantías legales otorgadas por la ley a la figura de las universalidades.

Riesgo de Contraparte

Bancolombia

Actualmente, Bancolombia posee una calificación de emisor de largo plazo en moneda local de Fitch de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' en el corto plazo. Estas calificaciones reflejan su buena posición competitiva, su generación sólida de utilidades, su base amplia de clientes y depositantes; la diversificación de su cartera de crédito y de sus fuentes de ingresos; así como su buena calidad de cartera, un nivel adecuado de provisiones y su posición fuerte de liquidez. Aunque hubo un deterioro de la calidad de la cartera en 2009, ésta se cubrió adecuadamente. Actualmente, este banco ocupa el primer lugar en Colombia por volumen de activos, además de liderar el mercado hipotecario.

Davivienda

Actualmente, Davivienda posee una calificación de emisor de largo plazo otorgada por Fitch en moneda local de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' en el corto plazo. Estas calificaciones reflejan su estrategia clara de largo plazo, su calidad de activos adecuada y su administración de riesgos; así como su franquicia establecida sólidamente, su desempeño consistente y su fondeo amplio y diversificado. La calificadora reconoce la experiencia del banco para originar y administrar cartera hipotecaria. Esto se sustenta, principalmente, en su creación como entidad dedicada a los préstamos de vivienda y en su posición como el segundo banco por participación de mercado en cartera hipotecaria.

Análisis de Desempeño

El análisis permanente del desempeño de las transacciones es parte esencial del proceso de calificación de Fitch. Reportes comprensibles, claros y actualizados para cada transacción son claves para determinar el rendimiento actual del emisor y formar una visión adecuada de su perfil crediticio. El proceso de supervisión de la agencia 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 la información relevante sea insuficiente, a criterio de Fitch, se tomarán supuestos conservadores en el análisis de una transacción vigente. En los casos en los que la agencia considere que la información recibida no satisface las necesidades de robustez y completitud, las calificaciones se retirarán.

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 la agencia siempre ha dejado claro, ésta no provee asesoramiento legal y/o impositivo. Tampoco confirma que las opiniones legales y/o impositivas, 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 el mismo no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración por parte de Fitch y no debe ser utilizado ni interpretado como tal. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Relación con los Medios:

María Consuelo Pérez
Bogotá, Colombia
Tel. +5(71) 326-9999 ext. 1460
E-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Agosto 12, 2014

Acta Número: 3.644

Objeto del Comité: Revisión Periódica

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.

Las calificaciones 'AA+(col)' y 'AA(col)' corresponden a una muy alta calidad crediticia. Implican una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

Al revisar la perspectiva de una calificación, Fitch Ratings indica la dirección en que una determinada calificación tiene probabilidad de moverse dentro de un período entre uno y dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no tiene como implicación que una modificación a la calificación sea inevitable. De forma similar, calificaciones para las cuales la perspectiva es estable (se asume estable cuando no hay una perspectiva negativa o positiva asignada) pueden ser mejoradas o desmejoradas antes que una perspectiva positiva o negativa se asigne, cuando existan circunstancias que ameriten tal acción.

Por lo anterior, la capacidad de pago de cada serie soporta valores de estrés en incumplimiento y recuperación, relativos para cada nivel de calificación. La Perspectiva Estable otorgada a la serie A-3, se basa en que Fitch espera que el desempeño del portafolio de créditos se mantenga en una trayectoria similar a la registrada, considerando el perfil de pago de los deudores. Por otro lado, la Perspectiva Positiva de las series B y MZ considera que de mantenerse el desempeño observado, el perfil crediticio de los títulos mejorará.

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 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. 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.