

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-2

Titularizadora Colombiana
Informe de Calificación

Índice

	Página
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
Prepagos	5
Escenarios de Estrés	6
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 (COP)	Tasa de Interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral	Perspectiva
TIPS A	94.355.533.501	6,8%	sep 2021	AAA(col)	35,1%	Estable
TIPS B	36.958.700.000	11,8%	sep 2026	A+(col)	9,7%	Estable
TIPS MZ	5.913.400.000	11,0%	sep 2026	A-(col)	5,6%	Estable
TIPS C	1.478.300.000	11,0%	sep 2026	BBB+(col)	4,3%	Estable
Total Emisión	138.705.933.501					
Saldo Cartera	145.042.481.080					

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 30 de junio de 2014. El monto estimado en pesos fue calculado de acuerdo a la estructura de capital presentada y de acuerdo 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 la Universalidad TIPS Pesos N-2 incorporan el desempeño de la cartera, la cual garantiza el pago de intereses y principal y cuyos indicadores de mora y prepago están en línea con las expectativas de Fitch Ratings. En los últimos 12 meses, a junio de 2014, la estructura ha permitido que el sobrecolateral (*overcollateralization*; OC) para cada una de las series vigentes haya incrementado en niveles superiores a 53%. Lo anterior considera a la cartera productiva hasta con 180 días de morosidad. Esto sitúa su margen financiero en 325 puntos básicos (pbs) estimados al 30 de junio de 2014.

Factores Clave de las Calificaciones

Mecanismos Apropriados de Apoyo Crediticio: Al cierre de junio de 2014, todas las series registraron niveles de OC positivos; desde 4,3% para la serie vigente con mayor subordinación, hasta 35,1% para la serie vigente privilegiada, con cartera con morosidad hasta de 180 días. La capacidad de pago de cada título está cubierta ante escenarios de prepago muy elevados. Asimismo, el perfil de pago de cada uno mejorará, a medida que se amplíe su cobertura crediticia y, en consecuencia, su margen financiero.

Características Conservadoras de la Cartera: Un indicador de 2,14% de incumplimiento sobre cartera original refleja la calidad de un portafolio de créditos con criterios de otorgamiento conservadores. Lo anterior considera aquellos créditos que, en algún momento de la vida de la transacción, superaron una morosidad de 180 días frente al saldo originalmente transferido a la universalidad.

Estructura Secuencial de la Transacción: Además de dirigir los recursos disponibles al pago de principal de la serie vigente más privilegiada, la transacción incorpora una protección adicional para los títulos TIPS Pesos A respecto al comportamiento del activo subyacente. De esta manera, ante niveles de prepago o incumplimiento elevados, la prelación de pagos realizaría una amortización anticipada, previa al pago mensual de los intereses de alguna emisión subordinada. Lo anterior tiene el fin de mantener el saldo de los títulos A y B en línea con el saldo de principal de la cartera con mora de hasta 120 días.

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

Marco Legal Sólido: La estructura de la presente titularización se ampara por la solidez legal de la figura de universalidad, creada en la Ley 546 de 1999, lo que Fitch reconoce como una fortaleza de la emisión.

Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-2
(Agosto 28, 2013).

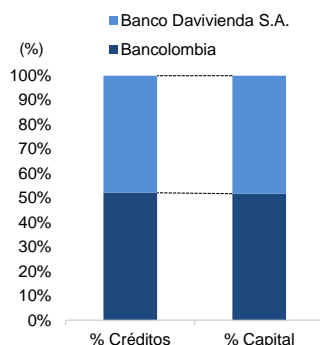
Analistas

Santiago Toro
+571 326-9999 ext. 1251
santiago.toro@fitchratings.com

María Paula Moreno
+57 1 326-9999 ext. 1210
maria.moreno@fitchratings.com

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Originador
TIPS Pesos N-2



Fuente: TC y Fitch

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 las páginas 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 y determinar la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en diferentes indicadores. El modelo se modificó para adecuarlo a la cascada y a los mecanismos de dirección de los pagos, como se especificaron en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

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

En su análisis, la calificadora también incorporó información de otras emisiones de títulos hipotecarios, obtenida de la página de Internet de TC, así como información histórica del mercado hipotecario colombiano.

Análisis del Colateral

Al 30 de junio de 2014, el portafolio titularizado se compone de 2.171 créditos hipotecarios pertenecientes al segmento de No VIS, que corresponde al de vivienda con valor superior a 135 salarios mínimos mensuales legales vigentes (SMMLV). Del total de créditos, 52% fueron originados por Bancolombia y 48% por Davivienda.

Características del Portafolio

	No FRECH	FRECH	Total
No. de Créditos	1252	919	2171
Saldo Cartera	92.648.903.971	52.393.577.109	145.042.481.080
PP OLTV	57,94%	62,13%	59,45%
PP CLTV	49,15%	52,54%	50,37%
PP Plazo Restante	128	131	129
PP Edad	40	41	40
PP Tasa de Interés	12,71%	13,06%	12,83%
PP Tasas Cliente	12,71%	9,21%	11,44%

Fuente: TC y Fitch

Metodologías Relacionadas

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

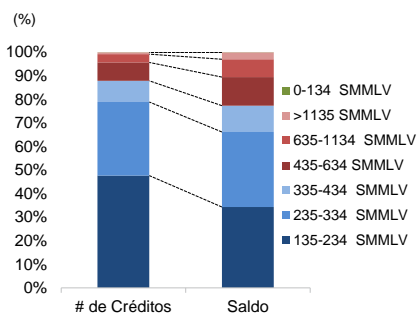
Criterio de Calificación para RMBS en América Latina (Febrero 13, 2014).

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

Relación Valor a Préstamo

La legislación colombiana limita el valor a desembolsar para un crédito hipotecario a un máximo del 70% del valor de la propiedad para préstamos No VIS. El portafolio analizado tiene un valor a préstamo promedio ponderado (*loan to value*, LTV) total de 50,37%. Éstos son valores conservadores para el promedio del mercado y están en línea con emisiones comparables en pesos colombianos.

Concentración del Valor de la Propiedad En SMMLV



Fuente: TC y Fitch

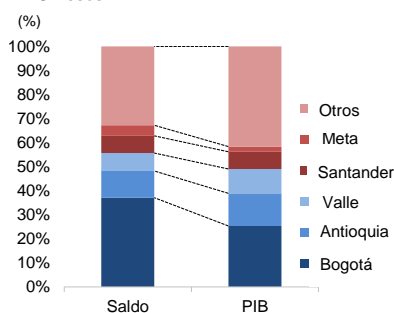
Concentración del Valor de la Propiedad

Valor de la Propiedad	No. de Créditos	% Saldo
135-234 SMMLV	47,7%	34,3%
235-334 SMMLV	31,2%	31,8%
335-434 SMMLV	9,0%	11,1%
435-634 SMMLV	7,8%	12,1%
635-1134 SMMLV	3,5%	7,6%
>1135 SMMLV	0,7%	2,9%

*SMMLV=COP616.000,00

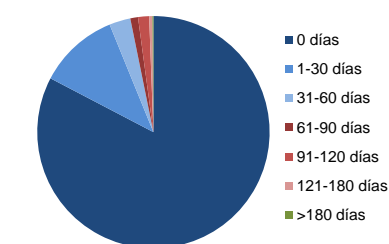
Fuente: TC y Fitch

Concentración Geográfica TIPS Pesos N-2



Fuente: TC y Fitch

Moras TIPS Pesos N-2



Fuente: TC y Fitch

Razón Deuda a Ingreso

Ante la falta de información sobre este indicador, la agencia optó por un enfoque conservador para el análisis del mismo. Como resultado, Fitch asume el valor máximo de la razón deuda a ingreso (*debt to income*, DTI,) permitido por la legislación colombiana para los créditos que conforman este portafolio, que corresponde al 30% de los ingresos familiares.

Análisis de los Originadores / Administradores

Fitch reconoce que Bancolombia y Davivienda son entidades con experiencia amplia en el sector hipotecario, fortaleza que Fitch tomó en cuenta para las calificaciones otorgadas. Sin embargo, la calificadora no tiene 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 de vivienda de interés social (VIS) se comportan de manera diferente a los de No VIS. Fitch reconoce que, por lo general, los préstamos VIS son garantizados por propiedades menos deseables y tienen una probabilidad mayor de encontrarse en mal estado. Lo anterior incrementa el riesgo de incumplimiento cuando el deudor tiene dificultades para vender su vivienda. Los deudores VIS también tienen una capacidad menor para acumular ahorros. Por lo tanto, Fitch ajusta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS con 15% adicional. Dado que todos los créditos que conforman este portafolio corresponden al segmento No VIS, no se realizaron ajustes al incumplimiento base por este criterio.

Adicionalmente, Fitch considera que el valor de la propiedad es una aproximación útil para determinar el perfil de los deudores. Dado que más del 33,7% del saldo de capital del portafolio se concentra en propiedades con avalúo superior a 335 SMMLV (COP190 millones), la agencia espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos medios/altos con un buen perfil crediticio. El portafolio concentra 78,9% de los créditos con avalúos entre 135 SMMLV y 334 SMMLV, mientras que el saldo de los mismos representa 66,1% del total. Esto evidencia una tendencia de concentración de capital en créditos con avalúos inferiores a 335 SMMLV.

Distribución Geográfica

Como 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. Otros departamentos con una concentración alta de créditos son: Valle, Antioquia, Meta y Santander. El acumulado de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (67%) y de créditos (66%) es alto, al compararlo con la participación en la generación de producto interno bruto de los mismos (58%).

Distribución de las Moras

A junio de 2014, 81,2% de la cartera está al día, mientras que 16,5% presenta moras menores a 120 días. El restante 2,3% del portafolio tiene moras superiores a 120 días y se considera cartera vencida. Para reflejar lo anterior, Fitch aplica una penalidad sobre la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen estos atrasos en el pago, según la altura de mora.

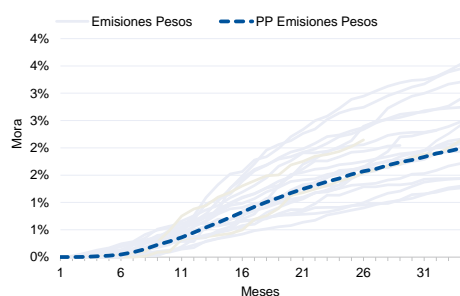
Determinación del Nivel de Incumplimiento Esperado

Para Fitch, la probabilidad de incumplimiento de un crédito se vincula a la relación valor a préstamo y a la relación deuda a ingreso. Considerando lo anterior y utilizando un modelo

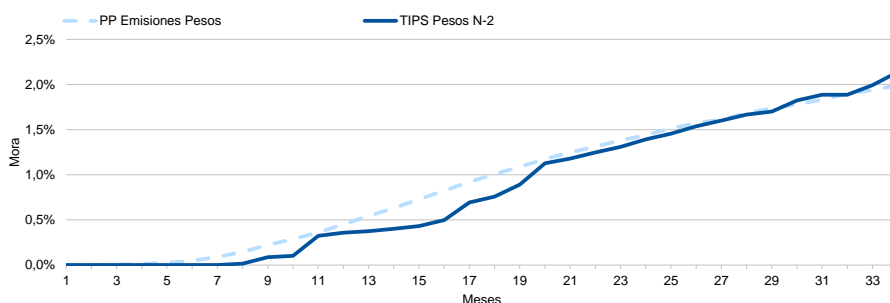
crédito a crédito que evalúa las características individuales de cada obligación, Fitch determina la probabilidad de incumplimiento base del portafolio total. El presente portafolio de cartera tiene un valor a préstamo promedio ponderado de 50,4% y, al asumir una razón DTI entre 25% y 30%, la expectativa resulta de 6%.

Sin embargo, Fitch aplica algunos ajustes al nivel base, según las características del portafolio de cartera. De esta forma, al considerar 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 la disminución del valor de mercado de los inmuebles, Fitch penaliza o da un beneficio sobre este incumplimiento base. Debido a las características del portafolio analizado, el nivel de incumplimiento base ajustado se determinó en 12,1%.

Histórico Mora Sin Recuperación para Emisiones en Pesos > 180 días



Mora Sin Recuperación TIPS Pesos N-2 > 180



Fuente: TC y Fitch

Fuente: TC y Fitch

La gráfica anterior muestra que los niveles de mora sin recuperación, para las emisiones en pesos colombianos, han alcanzado un nivel histórico aproximado del 4%, durante los primeros 3 años de la emisión. Asimismo, el promedio ponderado es ligeramente superior a 2%. Para la emisión TIPS Pesos N-2, los niveles de mora sin recuperación resultaron inferiores al promedio de las de las emisiones comparables denominadas en pesos colombianos. Debido a que estas estadísticas corresponden a un escenario económico positivo, Fitch concluye que sus supuestos para determinar el incumplimiento base y el 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 iniciará 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 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, que 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.

Dada la combinación de estos factores, Fitch concluye que la economía colombiana está sujeta a un desarrollo saludable en su mercado de propiedades, a diferencia de otros mercados globales. Aunque la agencia consideró los elementos anteriores, los supuestos relacionados con la reducción en el valor de mercado (*market value decline*, MVD), específicos a las

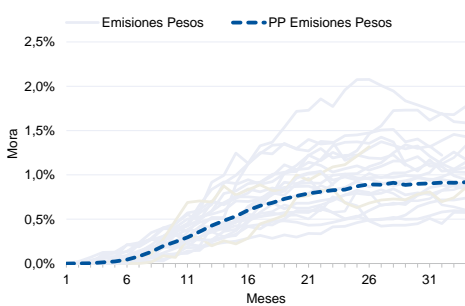
calificaciones, asumen una caída en los precios, hasta situarlos entre los niveles actuales y los deprimidos de 1997-1998.

Para cada escenario de calificación, Fitch realizó ajustes en diferentes variables que determinan la recuperación, en caso de un evento 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 que debe 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 un proceso de venta forzosa y uno normal. Tras aplicar este descuento, el cual es de 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: $([1-HPD]*[1-QSA]*[1-LC])$.

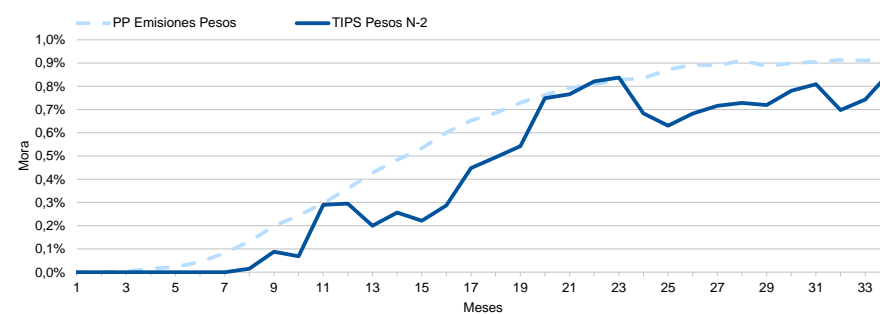
Con el propósito de estimar la severidad de pérdidas, para un nivel de calificación de 'AAA(col)', Fitch supone un tiempo de 42 meses entre el incumplimiento del préstamo y la venta de la propiedad. Esto provee cierta holgura con respecto al promedio actual de 24 meses. De esta manera, se toma en cuenta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

Histórico Mora Con Recuperación para Emisiones en Pesos > 180 días



Fuente: TC y Fitch

Mora Con Recuperación TIPS Pesos N-2 > 180



Fuente: TC y Fitch

Los niveles promedio de mora de emisiones denominadas en pesos colombianos, para los 3 primeros años desde la emisión, se acercan a 1%. El comportamiento de la mora con recuperación de los títulos TIPS Pesos N-2, que se sitúa en 0,8%, evidencia la efectividad de los procesos de cobranza y recuperación. Al revisar estos valores, los supuestos de recuperación utilizados por Fitch resultan conservadores.

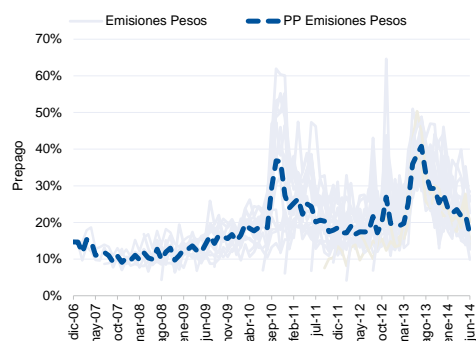
Prepagos

Para la agencia, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo de prepago que pudiese tener un deudor que obtiene una tasa mejor del mercado financiero. En este caso, el portafolio cuenta con un diferencial de tasa de 159 pbs. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende, en gran medida, del ingreso del deudor, lo que se refleja

usualmente en el segmento al que pertenece la vivienda. Dado lo anterior, por lo general, las emisiones denominadas en pesos cuyo subyacente se compone de cartera No VIS, están expuestas a niveles de prepago mayores que los créditos del segmento VIS.

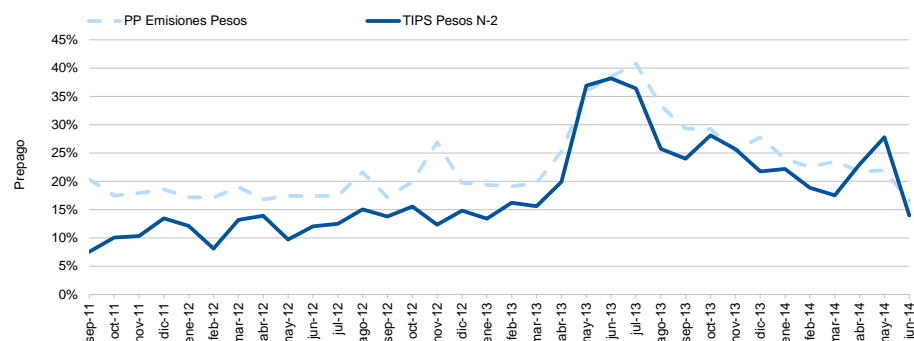
Debido a las características de este portafolio, en términos de edad promedio de la cartera y nivel de *excess spread*, el prepago estimado bajo el modelo de Fitch está entre 23,2% y el 27,2% para los próximos 4 años. Estos niveles resultan adecuados para el análisis, al ser comparados con los prepagos históricos registrados por otras transacciones denominadas en pesos. La agencia considera que el diferencial de tasas de 159 pbs representa un riesgo bajo de prepago, puesto que no constituye una divergencia suficiente para generar incentivos económicos de prepago en los deudores. Sin embargo, los niveles positivos de sobrecolateral de todas las series protegen la transacción ante eventos potenciales de prepagos. La tasa de prepago se utilizó como variable para analizar la sensibilidad en diferentes escenarios.

Prepago Histórico
TIPS Pesos



Fuente: TC & Fitch

Prepago Comparativo
TIPS Pesos N-2



Fuente: TC & Fitch

Como se puede observar en la gráfica anterior, durante los primeros meses de 2013, los niveles de prepago se comportaron con tendencia al alza. Esto se explica por la disminución generalizada de las tasas en el mercado colombiano, debido a los incentivos gubernamentales para el desarrollo de vivienda y la competencia fuerte de precio entre las entidades bancarias. Durante el segundo semestre del mismo año, las tasas de prepago se estabilizaron. La expectativa de la calificadora es que estos prepagos mantengan una tendencia estable en el mediano plazo.

Escenarios de Estrés

Resultados del Modelo de Incumplimiento

Serie	Calificación	PI	PDI
A	AAA(col)	36,6%	33,9%
B	A+(col)	24,9%	20,8%
MZ	A-(col)	19,9%	16,0%
C	BBB+(col)	17,3%	13,7%

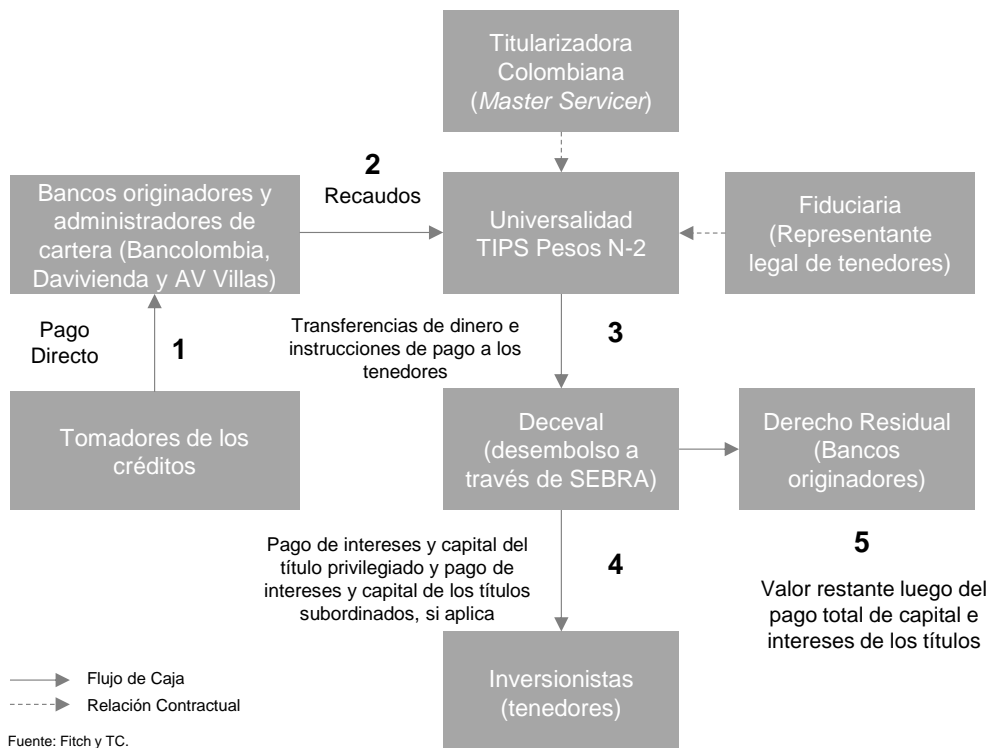
Nota: PI: Probabilidad de Incumplimiento; PDI: Pérdida dado el incumplimiento.

Fuente: TC y Fitch

La tabla de Resultados del Modelo de Incumplimiento expone los supuestos utilizados en el análisis en 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 en emisiones en pesos colombianos.

Estructura de la Emisión

El portafolio titularizado se compone de préstamos hipotecarios del segmento No VIS, que forman parte de una universalidad única, a partir de la cual se emitieron las series de títulos, compuestas por una serie privilegiada (TIPS Pesos A 2021) y tres series subordinadas (TIPS Pesos B 2026, TIPS Pesos MZ 2026 y TIPS Pesos C 2026).



La universalidad se conforma a partir de la separación patrimonial de créditos hipotecarios, originados inicialmente por Bancolombia y Davivienda. A la fecha de corte de junio de 2014, estas entidades participaban con 52% y 48% del saldo total de capital del portafolio vigente, respectivamente.

Estructura Financiera

Prelación de Pagos

1. Gastos periódicos y administrativos de la emisión
2. Pago de intereses y capital programado de los títulos TIPS A
3. Prepagos del título A, de manera que la cartera vigente (con mora menor a 120 días) sea igual al saldo de los títulos A y B
4. Pago de intereses y saldo utilizado del mecanismo de cobertura parcial de TC
5. Pago de intereses de los TIPS B
6. En los casos en que apliquen las causales de suspensión pagos de capital anticipado de TIPS A, hasta completar el saldo restante
7. En los casos en que apliquen las causales de suspensión pagos de capital anticipado de TIPS B, hasta completar el saldo restante
8. Pago de intereses de los TIPS MZ
9. Pago de capital anticipado de TIPS A, hasta completar el saldo restante
10. Pago de capital de TIPS B, hasta completar el saldo restante
11. Pago de capital de TIPS MZ, hasta completar el saldo restante
12. Pago de intereses a los TIPS C
13. Pago de capital de los TIPS C, hasta completar el saldo restante
14. Pago adicional de los TIPS C
15. Pagos por concepto de residuos

Para los títulos TIPS Pesos A N-2, los intereses y el capital se pagan en modalidad mensual vencida con prepagos. Para los TIPS Pesos B N-2, TIPS Pesos MZ N-2 y TIPS Pesos C N-2, la modalidad de pago de capital es al vencimiento con prepagos. Las series subordinadas TIPS Pesos B, MZ y C N-2 son estrictamente secuenciales a la privilegiada, en cuanto al pago de capital. Adicionalmente, para la serie TIPS Pesos C N-2, una vez recibido el pago total de sus intereses y capital, recibirá un pago adicional, si existen remanentes en el flujo recaudado. El objetivo de este último pago es mantener el retorno esperado de los títulos al momento de la compra (TIR).

Dadas estas características, tanto los títulos TIPS Pesos A, como los TIPS Pesos B y MZ, se consideran de contenido crediticio. Por otro lado, los títulos TIPS Pesos C a razón del pago adicional se consideran de contenido mixto. El alcance de las calificaciones asignadas por Fitch se limita a las obligaciones de pago puntual de intereses y de capital para la serie privilegiada, así como de pago final de intereses y de capital para las series subordinadas.

Mecanismos de Mejoramiento Crediticio

Al saldo vigente de la cartera, estos mecanismos están representados en una sobrecolateralización de 35,1% para la serie A, de 9,7% para la serie B, de 5,6% para la serie MZ y de 4,3% para la serie C. Estos niveles han aumentado desde el momento de la emisión. De acuerdo al mecanismo de ajuste de balance y según sea del comportamiento del activo subyacente, éstos deberían continuar con una tendencia creciente, gracias al margen financiero (*excess spread*), que tiene un valor de 325 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 y B. A su vez, estos mecanismos permiten priorizar el pago de la serie privilegiada ante incrementos significativos en los niveles de mora e incumplimiento a 30 y 120 días, respectivamente. Para esto, la transacción cuenta con un mecanismo de ajuste, cuya finalidad es que el nivel de sobrecolateral para los títulos B sea 0%, como mínimo.

Modelación del Flujo de Caja

Niveles de Prepago

Para modelar los niveles de prepago asociados a portafolios denominados en pesos colombianos, 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, que se encuentra en la página web de Fitch Ratings Colombia.

Para modelar los niveles de prepago, Fitch considera el nivel de margen financiero de la transacción, en su conjunto, que se determinó en 325 pbs. Posteriormente, la calificadora ajusta este nivel con base en la edad promedio de la cartera, que para el portafolio corresponde a 40 meses. Fitch parte de un prepago base de 15% y lo ajusta por el nivel de margen financiero, lo que resulta en un prepago aplicado de 23,2% para el primer año, de 24,5% para el segundo, de 25,9% para el tercero y de 27,2% para el cuarto en adelante. Se utilizó el mismo nivel de prepago para toda la cartera. Al comparar las tasas de prepago proyectadas con el promedio ponderado del último año, de 23,7% de los títulos TIPS Pesos N-2, éstas resultan apropiadas.

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 de que un préstamo cae en incumplimiento, 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 agrupados 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 que se ajustan 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 la calificación y cuál era 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 las calificaciones, 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 Pesos N-2 se estructuró bajo la figura de las universalidades, que implican un aislamiento patrimonial total del subyacente con respecto a la entidad emisora y los bancos originadores. Esta figura legal posee una protección aún mayor a la de los patrimonios autónomos. Esta universalidad se integra por los créditos hipotecarios titularizados y sus garantías; los derechos sobre los seguros de vida y contra accidentes que protegen la vida de los deudores y los inmuebles objeto de garantía; los activos o derechos relacionados con el mecanismo de cobertura parcial otorgado por la TC; y los rendimientos derivados de inversiones temporales de los flujos recaudados.

Considerado en los factores de las calificaciones, 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 las garantías legales otorgadas por la Ley a la figura de las universalidades.

Riesgo de Contraparte**Bancolombia**

Bancolombia tiene una calificación de emisor de largo plazo en moneda local por parte 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 se presentó 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

Davivienda tiene una calificación de emisor de largo plazo en moneda local de 'AAA(col)' y de 'F1+(col)' en el corto plazo, otorgadas por Fitch. 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 su experiencia para originar y administrar cartera hipotecaria. Este hecho 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 y formar una visión adecuada del 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 no sea suficiente, a criterio de Fitch, se tomarán supuestos conservadores en el análisis de una transacción vigente. En los casos en los que la calificadora 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 ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad, al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Fitch y no debe ser utilizado ni interpretado como 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 26, 2014

Acta Número: 3661

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

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

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 las series 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.

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.