

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-5

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..	5
Prepagos	6
Estructura de la Emisión	7
Escenarios de Estrés.....	7
Estructura Financiera	8
Modelación del Flujo de Caja.....	9
Riesgo de Contraparte	10
Análisis de Desempeño	11

Calificaciones

Serie	Monto (Pesos)	Tasa de interés	Vencimiento Legal	Calificación	Sobrecolateral (%)	Perspectiva
TIPS A	58.927.653.972	6,9%	may-22	AAA(col)	25,5%	Estable
TIPS B	48.436.200.000	11,8%	may-27	A-(col)	2,8%	Negativa
TIPS MZ	9.742.200.000	11,0%	may-27	BB(col)	-18%	Negativa
TIPS C	1.937.400.000	11,0%	may-27	B+(col)	-2,9%	Negativa
Total Emisión	219.034.453.972					
Saldo Cartera	212.442.637.328					

Las calificaciones se basan en información provista por el originador para el corte del 28 de febrero 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 28 de febrero 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

La calificación de los títulos emitidos por la Universalidad TIPS Pesos N-5 incorpora el desempeño de la cartera, que garantiza el pago de intereses y principal; sus indicadores de mora están en línea con las expectativas de Fitch Ratings y sus niveles de prepago son superiores a los esperados en el portafolio de créditos titularizado. Esto ha dificultado la acumulación sostenida de sobrecolateral. Estas tasas de prepago elevadas se presentaron a partir de mayo de 2013; alcanzaron un promedio de 31.49% para el último semestre. La estructura ha permitido que el sobrecolateral (*Overcollateralization*, OC), para las series privilegiadas vigentes, se haya incrementado en el último año: en un 10% para la serie A y 2% para la serie subordinada B, considerando la cartera productiva hasta con 180 días de morosidad. Esto permite ubicar su margen financiero en los 291 puntos básicos que se estimaron a la fecha.

Factores Clave de las Calificaciones

Niveles de Prepago: Durante 2013, se observaron aumentos sustanciales en los niveles de prepagos de la cartera titularizada. Esto se propició por una baja generalizada de tasas de interés para créditos hipotecarios, lo que ha llevado al refinanciamiento de una parte de la cartera vigente. Dicho evento ha impactado el activo subyacente de la titularización TIPS Pesos N-5 y la cobertura de los títulos emitidos. Teniendo en cuenta las tasas de prepagos observadas en 2013, la estructura de esta emisión protege a la serie privilegiada TIPS Pesos A N-5 y permite mantenerla en el nivel más alto de calificación; sin embargo, la cobertura de las series subordinadas fue impactada en una mayor proporción. Esto se refleja en las calificaciones asignadas. Al cierre de febrero de 2014, la tasa de prepago ha disminuido. Se ubica en 20.4%.

Mecanismos Apropiados de Apoyo Crediticio: Al corte de febrero de 2014, la serie privilegiada TIPS Pesos A N-5 posee niveles de OC positivos de 25.5%, considerando cartera con morosidad hasta de 180 días. La capacidad de pago, de los títulos de esta serie, está cubierta ante escenarios de prepago similares a los presentados en el último año. Escenarios de prepago inferiores a los esperados van a permitir que se mejore el perfil de pago de cada una de las series, a medida que su cobertura crediticia y, en consecuencia, su margen financiero se amplíen.

Características Conservadoras de la Cartera: Un indicador de incumplimiento sobre cartera original del 1.9% (considerando aquellos créditos que, en algún momento de la vida de la transacción, superaron una morosidad de 180 días frente al saldo originalmente transferido

Informe Relacionado

Títulos Hipotecarios TIPS Pesos N-5
(Abril, 2013).

Analistas

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

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

hacia la universalidad) refleja la calidad de un portafolio de créditos con criterios de otorgamiento conservadores.

Estructura Secuencial de la Transacción: Además de dirigir los recursos disponibles para el 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. Así, ante niveles de prepago o incumplimiento elevados, la prelación de pagos realiza una amortización anticipada al pago mensual de los intereses de alguna emisión subordinada, la cual busca mantener el saldo de los títulos A y los títulos B en línea con el saldo de principal de la cartera con mora hasta de 120 días.

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

Marco Legal Sólido: La estructura de la presente titularización está amparada por la solidez legal que otorga la figura de las Universalidades, creada en la Ley 645 de 1999; situación que Fitch reconoce como una fortaleza de la emisión.

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Criterios Aplicados

Los reportes aplicables a esta transacción son el 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 el Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio 19, 2013). Dichos reportes están disponibles en la página web de Fitch www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.co

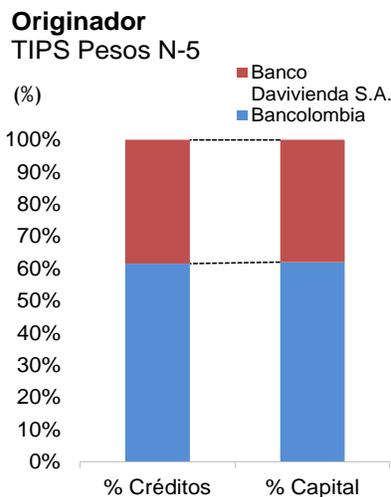
Simulación

En el proceso de análisis, Fitch utilizó su modelo de flujo de caja para simular los escenarios de estrés aplicados a la transacción y determinar la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en diferentes indicadores. El modelo fue modificado para adecuarse a la cascada y a los mecanismos de dirección de los pagos en la forma en que fueron especificados en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

TC suministró a Fitch información, crédito a crédito, del portafolio; incluyendo saldo, tasa de interés, valor de los avalúos, originadores y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por Fitch y, al ser revisado, se encontró que ésta era adecuada para el análisis.

En su análisis, Fitch también incorporó información de otras emisiones de títulos hipotecarios obtenida de la página de internet de la TC, al igual que información histórica del mercado hipotecario colombiano.



Fuente: TC y Fitch

Metodologías Relacionadas

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

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

Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Junio, 2013).

Análisis del Colateral

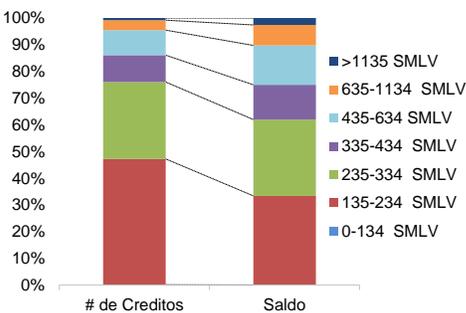
Al corte de 28 de febrero de 2014, el portafolio titularizado está compuesto por 3,001 créditos hipotecarios pertenecientes al segmento NO VIS (vivienda con valor superior a 135 salario mínimo mensual legal vigente, SMMLV). Del total de créditos, 62% fueron originados por Bancolombia y el restante 38% por Banco Davivienda.

Características del Portafolio

	NO FRECH	FRECH	Total
# de Créditos	2564	437	3001
Saldo Cartera	188.933.096.264	23.209.541.063	212.142.637.328
PP OLV	58,83%	60,79%	59,05%
PP CLTV	52,13%	52,31%	52,15%
PP Plazo Restante	146	140	145
PP Edad	31	34	31
PP Tasa de Interés	12,87%	13,13%	12,90%
PP Tasa Cliente	12,87%	9,08%	12,46%

Fuente: TC & Fitch

Concentración del Valor de la Propiedad En SMLV



Fuente: TC y Fitch

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 posee un valor a préstamo promedio ponderado (*loan to value*, LTV) total de 52.15%. Éstos son valores conservadores para el promedio del mercado y están en línea con emisiones comparables en pesos colombianos.

Razón Deuda a Ingreso

Buscando ser conservadores, al no contar con información sobre esta variable, 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 es del 30% de los ingresos familiares.

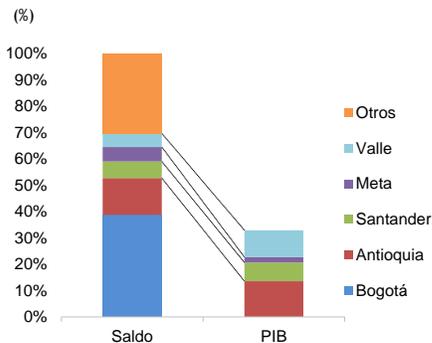
Análisis de los Originadores / Administradores

Fitch reconoce que tanto Bancolombia como Davivienda son entidades que poseen experiencia amplia en este sector; fortaleza que se toma en cuenta por Fitch en las calificaciones otorgadas. Sin embargo, 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 de Vivienda de Interés Social (VIS) se comportan de manera diferente a los préstamos NO VIS. Fitch reconoce que los préstamos VIS, por lo general, son garantizados por propiedades menos deseables y que tienen una mayor probabilidad de encontrarse en mal estado; lo cual incrementa el riesgo de incumplimiento cuando el deudor tiene dificultades de vender su vivienda. Deudores VIS también tienen una menor capacidad de acumular ahorros. Por lo tanto, Fitch ajusta la probabilidad de incumplimiento para los préstamos VIS con un 15% adicional. Dado que todos los créditos que conforman este portafolio corresponden al segmento NO VIS (propiedades evaluadas en más de 135 SMMLV), no se realizan ajustes al incumplimiento base por este criterio.

Concentración Geográfica TIPS Pesos N-5



Fuente: TC & Fitch

Asimismo, Fitch considera que el valor de la propiedad es una buena aproximación para determinar el perfil de los deudores. Entonces, ya que más del 37.9% del saldo de capital del portafolio está concentrado en propiedades con avalúo superior a 335 SMLV (190 millones), se espera que una parte importante del portafolio corresponda a deudores de ingresos medios/altos con un buen perfil crediticio. El portafolio concentra el 76.1% de los créditos con avalúos entre 0 y 334 SMLV; mientras que el saldo de los mismos representa el 62.1% del total. Esto evidencia una tendencia de concentración uniforme de capital en créditos con avalúos inferiores y superiores a 335 SMLV.

Concentración del Valor de la Propiedad

Valor de la Propiedad	# de Creditos	% Saldo
0-134 SMLV	0,1%	0,0%
135-234 SMLV	47,2%	33,4%
235-334 SMLV	28,8%	28,6%
335-434 SMLV	10,1%	13,0%
435-634 SMLV	9,4%	14,7%
635-1134 SMLV	3,7%	7,7%
>1135 SMLV	0,8%	2,5%

*SMLV= 616,000.00 COP

Fuente: TC & Fitch

Distribución Geográfica

Al igual que la tendencia en otras emisiones hipotecarias, el portafolio tiene una alta concentración de créditos en Bogotá, lo que representa una penalidad sobre el *default* base. Otros departamentos con una alta concentración de créditos son: Valle, Antioquia, Meta y Santander. El acumulado de los cinco departamentos con mayor nivel de concentración de saldo (70%) y de créditos (70%) es alto, al ser comparado con la participación en la producción de producto interno bruto de los mismos (58%).

Distribución de las Moras

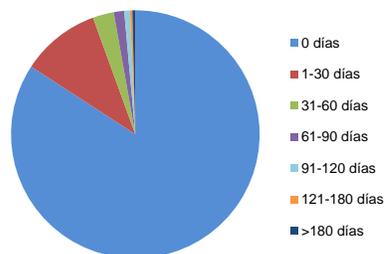
Actualmente, el 82.6% de la cartera se encuentra al día, 14.8% con moras menores a 120 días y el restante 2.53% del portafolio se encuentra con moras superiores a 120 días y se considera cartera vencida. Para reflejar este hecho, Fitch aplica una penalidad sobre la probabilidad de incumplimiento base de los créditos que poseen estos atrasos en el pago, según la altura de mora.

Determinación del Nivel de Default Esperado

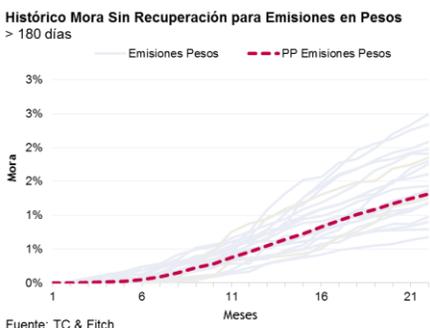
Para Fitch, la probabilidad de *default* de un crédito está relacionada con la relación valor a préstamo y con la relación deuda/ingreso. Teniendo en cuenta lo anterior, y usando un modelo crédito a crédito que evalúa las características individuales de cada obligación, Fitch determina la probabilidad de *default* base del portafolio total. El presente portafolio de cartera tiene un valor a préstamo promedio ponderado del 52.15% y, asumiendo una razón DTI entre 25%-30%, la expectativa de *default* base es de 6.5%.

Sin embargo, Fitch hace algunos ajustes al nivel base, dependiendo de las características del portafolio de cartera. De tal forma, teniendo 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; así como disminución del valor de mercado de los inmuebles, Fitch penaliza o da un beneficio sobre este *default* base. Debido a las características del portafolio analizado, el nivel de *default* base ajustado se determinó en 12.3%.

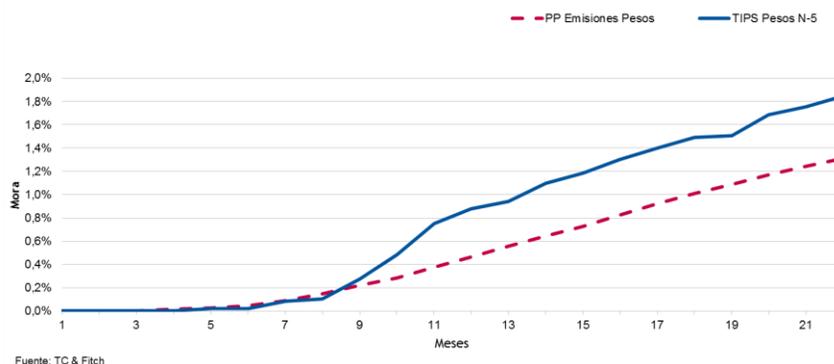
Moras TIPS Pesos N-5



Fuente: TC y Fitch



Mora Sin Recuperación TIPS Pesos N-5 >180



La gráfica anterior muestra que los niveles de mora sin recuperación, para las emisiones en pesos colombianos, han alcanzado un nivel histórico aproximado del 3.5% para el periodo de maduración que tiene la emisión TIPS Pesos N-5; mientras que el promedio ponderado se encuentra cercano al 1.5%. Para la emisión TIPS Pesos N-5, los niveles de mora sin recuperación se encuentran por encima del promedio de las de las emisiones comparables denominadas en pesos colombianos, al ubicarse en 1.8%. Debido a que estas estadísticas corresponden a un escenario económico positivo, se concluye que los supuestos utilizados por Fitch para la determinar el *default* base y el *default* ajustado son una medida conservadora con respecto a los datos observados.

Recuperación Debido al 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 es en función de la relación valor a préstamo, de reducciones en el precio de la propiedad y de los costos asociados al proceso legal.

Los precios reales de las propiedades en Colombia han presentado una tendencia creciente desde el año 2000. El incremento en los precios se debe a una combinación de factores, incluyendo una realineación en los precios después de los niveles relativamente estancados entre 1995-1998; al crecimiento económico registrado en Colombia, durante la década pasada, y al aumento en la confianza de la población, entre otros.

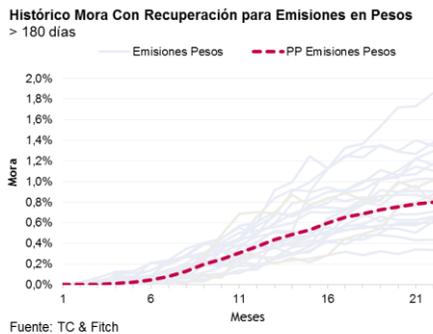
La combinación de estos factores le hace pensar a Fitch que, al contrario de otros mercados globales, la economía colombiana está sujeta a un desarrollo saludable en su mercado de propiedades. Aunque Fitch ha considerado todos estos factores, los supuestos relacionados con la reducción en el valor de mercado (*market value decline*, MVD) -específico a la calificación- asumen una caída en los precios; éstos se sitúan entre los niveles actuales y los niveles deprimidos de 1997-1998.

Para cada escenario de calificación, se realizaron ajustes en diferentes variables que determinan la recuperación, debido a 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; y por último los gastos legales (*legal costs*, LC)

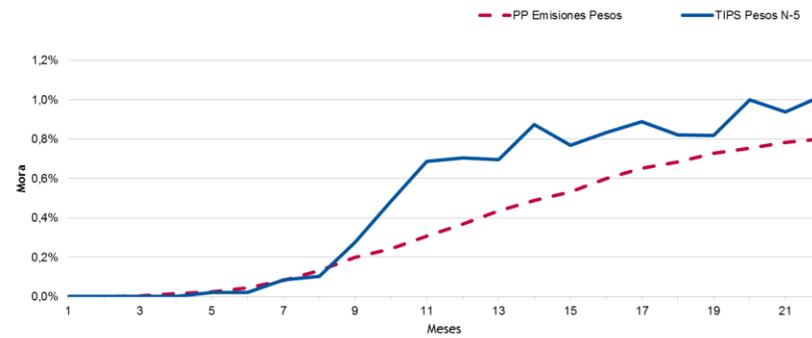
representan el porcentaje sobre el valor del inmueble, que deben desembolsarse para cubrir procedimientos y requerimientos legales.

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

Con el propósito de estimar la severidad de pérdidas, para un nivel de calificación '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, para tomar en cuenta la potencial capacidad limitada del sistema legal colombiano en acomodar un número más alto de juicios hipotecarios asociados con las categorías de calificación más altas y una demanda más débil por viviendas.



Mora Con Recuperacion TIPS Pesos N-5 >180



El comportamiento de la mora con recuperación de los títulos TIPS Pesos evidencia la efectividad de los procesos de cobranza y recuperación; los niveles promedio de mora han permanecido estables, cercanos al 1%. Al revisar estos valores, los supuestos de recuperación utilizados por Fitch resultan conservadores.

Prepagos

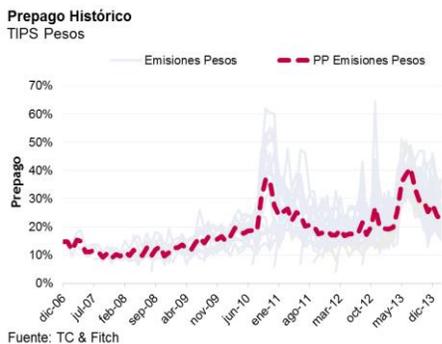
Para Fitch, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo a pre-pagar que puede tener un deudor al que el mercado financiero le ofrece una mejor tasa. En este caso, el portafolio cuenta con un diferencial de tasa de 1.81%. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende -en gran parte- del ingreso del deudor, lo que está reflejado usualmente en el segmento al que pertenece la vivienda. Así, por lo general, las emisiones denominadas en pesos cuyo subyacente se compone de cartera NO VIS están expuestas a mayores niveles de prepagos que los créditos del segmento VIS.

Entonces, dadas las características de este portafolio en términos de edad promedio de la cartera y nivel de *excess spread*, el prepagos estimado bajo nuestro modelo se encuentra entre

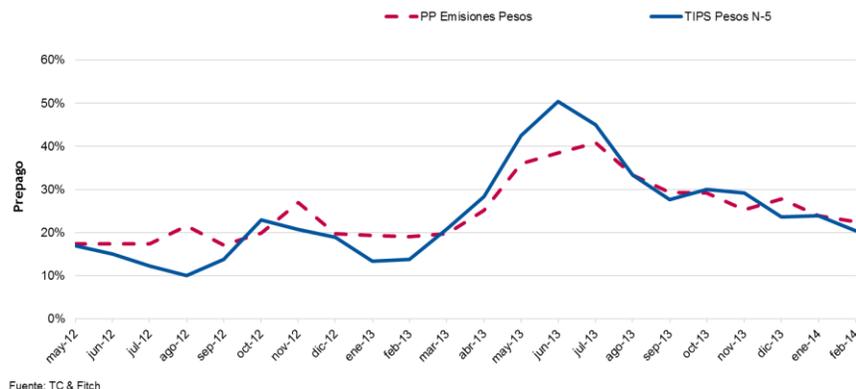
25% y el 29% para los próximos 4 años. Sin embargo, considerando el evento de altos prepagos presentado durante 2013, Fitch espera que los niveles de prepagado disminuirán debido a que quienes tenían mayor disposición a prepagar, lo hicieron durante este período. Es por esto que se utilizó una tasa de prepagado constante del 20% para realizar el análisis correspondiente. Al cierre de febrero de 2014, la tasa de prepagado de los títulos TIPS Pesos N-5 se ubicó en 20.4%; en línea con las expectativas de Fitch.

Fitch considera que el diferencial de tasas de 1.81% representa un riesgo moderado de prepagado, puesto que puede constituir una divergencia suficiente para incentivar económicamente a que los deudores opten por el prepagado. Sin embargo, los niveles positivos de sobrecolateral de las series A y B protegen estas series ante potenciales eventos de prepagos. La tasa de prepagado fue una variable utilizada para realizar análisis de sensibilidad ante diferentes escenarios.

Los niveles altos de prepagado afectaron los mecanismos de cobertura crediticia de los títulos TIPS Pesos N-5, los cuales se evidencian en un desempeño inferior al esperado en la acumulación de OC para las series subordinadas. Debido a esto, la vulnerabilidad de la transacción ante altos escenarios de estrés -derivados de un deterioro de la cartera o de los fundamentales de los activos que la conforman- ha aumentado. Los elementos anteriores sustentan las decisiones de calificación tomadas.



Prepago Comparativo
TIPS Pesos N-5



Como se puede observar en la gráfica anterior, durante el primer semestre de 2013, los niveles de prepagado 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 fuerte competencia de precio entre las entidades bancarias. Durante el segundo semestre del mismo año, las tasas de prepagado se han estabilizado y las expectativas de la calificadora es que estos prepagos tengan una tendencia a la baja en el mediano plazo.

Escenarios de Estrés

La siguiente tabla 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 *default* resulta de la multiplicación del *default* base

Resultados del Modelo de Incumplimiento

Serie	Calificación	PD	LGD
A	AAA(col)	38.0%	37.8%
B	A-(col)	20.4%	20.5%
MZ	BB(col)	11.8%	9.7%
C	B+(col)	11.0%	6.5%

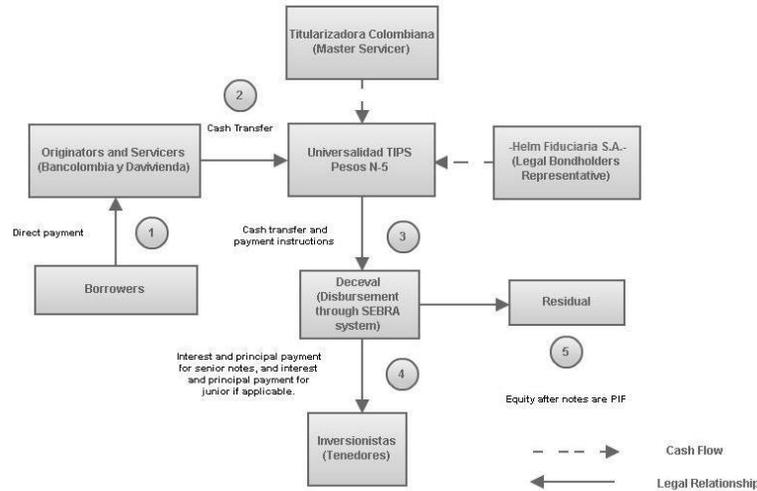
PD - Probability of Default.

LGD - Loss Given Default

Fuente: Fitch y TC

ajustado por el múltiplo específico para cada nivel de calificación en emisiones en pesos.

Estructura de la Emisión



Fuente: TC & Fitch

El portafolio titularizado está compuesto por préstamos hipotecarios del segmento NO VIS, que forman parte de una única universalidad; a partir de la cual se emitieron las series de títulos, compuestas por una serie privilegiada: TIPS Pesos A 2022 y tres series subordinadas: TIPS Pesos B 2027, TIPS Pesos MZ 2027 y TIPS Pesos C 2027.

La universalidad está conformada a partir de la separación patrimonial de créditos hipotecarios originados inicialmente por Bancolombia y Banco Davivienda que, a la fecha de corte de febrero de 2014, participaban con el 62% y 38% 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 a los títulos TIPS Pesos A.
3. Prepagos a los títulos A, de tal 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 principal utilizado del mecanismo de cobertura parcial otorgado por el IFC y la Titularizadora Colombiana.
5. Pago de intereses de los TIPS Pesos B.
6. En los casos en que haya lugar a las causales de suspensión de pagos de capital anticipado de TIPS Pesos A, hasta completar el saldo restante.
7. En los casos en que haya lugar a las causales de suspensión de pagos de capital anticipado de TIPS Pesos B, hasta completar el saldo restante.
8. Pago de intereses a los TIPS Pesos MZ.

9. En caso de quedar dinero remanente se procede a prepagar el capital de los TIPS A, B y MZ, en su orden respectivo, hasta completar el saldo remanente.
10. Pago de intereses a los TIPS C.
11. Pago de capital de los TIPS C hasta completar el saldo restante.
12. Pago adicional de los TIPS C.
13. Pagos por concepto de residuos.

Las series subordinadas, TIPS Pesos B, TIPS Pesos MZ y TIPS Pesos C son estrictamente secuenciales a la privilegiada en cuanto se refiere al pago de capital.

El alcance de la calificación asignada por Fitch se limita a las obligaciones de pago final de intereses y de capital para las series vigentes.

Mecanismos de Mejoramiento Crediticio

Al saldo vigente de la cartera, los mecanismos están representados en una sobrecolateralización del 25.5% para la serie A, del 2.8% para la serie B y niveles negativos para las series MZ y C. Estos niveles han aumentado desde la emisión y, de acuerdo al mecanismo de ajuste de balance y dependiendo del comportamiento del activo subyacente, deberían continuar presentando una tendencia creciente, gracias al margen financiero (*excess spread*), que para la presente emisión tiene un valor de 291 puntos básicos (pbs).

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 que busca que el nivel de sobrecolateral para los títulos B sea -como mínimo- 0%.

Modelación del Flujo de Caja

Niveles de Prepago

Para modelar los niveles de prepago asociados a portafolios denominados en pesos, Fitch considera diversos factores: 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. Teniendo en cuenta el nivel de *excess spread* determinado en 291 pbs y la edad promedio de la cartera que se encuentra en 31 meses, se ha estimado que los niveles de prepago en el corto y mediano plazo van a estar en rangos inferiores al 25%.

Al analizar los niveles de prepago presenciados durante 2013, se estima una tendencia decreciente en la tasa de prepago; por lo que se utilizó un nivel de prepago constante del 20% para la modelación de toda la cartera. Fitch considera que niveles de prepago, superiores al 25%, pueden afectar el desempeño de los títulos emitidos y ello reflejarse en las calificaciones asignadas.

Durante el último año, el promedio de tasa de prepago de la emisión TIPS Pesos N-5 se situó en 29.9%.

Supuesto de Gastos

Fitch ajusta sus supuestos de gastos -tanto fijos como variables- con base en la información que le proveyó la TC, los cuales 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, desde que un préstamo cae en incumplimiento, está entre 27 y 42 meses. Este período de tiempo toma en cuenta el costo de mantener un préstamo que no genera intereses durante este tiempo.

Nivel y Distribución del Default

La expectativa de incumplimiento -derivada para cada nivel de calificación a partir del producto del *default* específico por el múltiplo de calificación asignado- viene de un modelo crédito a crédito utilizado por Fitch. El modelo arroja una probabilidad de *default* para subconjuntos de créditos, agrupados por el plazo restante del portafolio (línea representativa de colateral o *replines*). Esta probabilidad de *default* 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 dicho 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, *default* ajustado y recuperación utilizados.

De acuerdo al análisis realizado con base en los múltiples escenarios y teniendo en cuenta los elementos enunciados en el apartado Factores Clave de las Calificaciones, se 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-5 está estructurada 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 está conformada 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, así como los rendimientos derivados de inversiones temporales de los flujos recaudados.

Tomado en cuenta dentro de los factores de la calificación, Fitch reconoce como una fortaleza de la transacción, el marco legal en el que fue estructurada la emisión; especialmente en lo que se refiere 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

Actualmente, Bancolombia posee 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; asimismo, 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 es líder en el mercado hipotecario.

Davivienda

Actualmente, esta entidad posee 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 clara estrategia de largo plazo, su calidad de activos adecuada y su administración de riesgos; su franquicia bien establecida, desempeño consistente y su amplio y diversificado fondeo. Su experiencia en la originación y administración de cartera hipotecaria es reconocida por la calificadoradora; hecho que se encuentra principalmente sustentado en su creación como entidad dedicada a los préstamos de vivienda y su posición como el segundo banco por participación de mercado en cartera hipotecaria.

Análisis de Desempeño

El análisis permanente del desempeño de las transacciones forma 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 Fitch 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, a criterio de Fitch, la información relevante no sea suficiente, se tomarán supuestos conservadores en el análisis de una transacción vigente. En los casos en los que Fitch considere que la información recibida no satisface las necesidades de robustez y completitud, la calificación se retirará.

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 calificadoradora siempre ha dejado claro, Fitch 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 una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de Fitch. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Relación con los medios: María Consuelo Pérez; Bogotá. Tel. +5(71) 326-9999 ext. 1460, e-mail: maria.perez@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: Abril 10, 2014

Acta Número: 3.509

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.

La calificación '**A-(col)**' corresponde 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 '**BB(col)**' representa una calidad crediticia relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago oportuno es más vulnerable a cambios económicos adversos.

La calificación '**B+(col)**' implica una calidad crediticia significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago oportuno depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

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 B, 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 la serie 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 antes 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. One State Street Plaza, NY, 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 disseminación 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.