

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS E - 8

Revisión Periódica

BRC INVESTOR SERVICES S.A. SCV	Tips A E - 8	Tips B E - 8	Tips Mz E - 8
TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS E – 8	AAA (Triple A)	AAA (Triple A)	A+ (A más)

El análisis contenido en este documento se basó en la información contenida en los Prospectos de Emisión de los Títulos Hipotecarios TIPS E-8, así como en el Reglamento de las Universalidades y en el portafolio de cartera titularizada. En la evaluación, por parte de BRC Investor Services, del comportamiento de los flujos de caja derivados de la cartera titularizada en diferentes escenarios de tensión.

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

Títulos:	Títulos de Contenido Crediticio		
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad TIPS E – 8.		
Monto:	5.073 millones de UVR		
Clases:	TIPS A E – 8, TIPS B E -8, TIPS MZ E-8.		
Series y Plazo:	A 2011; 60 meses. A 2016; 120 meses. A 2021; 180 meses. B 2021; 180 meses. Mz 2021; 180 meses.		
Tasa Facial:	Tips A E – 8:	A 2011: 2,50% A 2016: 3,50% A 2021: 4,90%	
	Tips B E – 8:	B 2021: 6,00%	
	Tips Mz E – 8:	MZ 2021: 12,00%	
Pago de Intereses:	Tips A E – 8:	Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> .	
	Tips B E – 8:	Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> .	
	Tips Mz E – 8:	Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> .	
Activo Subyacente:	Universalidad TIPS E - 8 conformada por los Títulos No VIS y Títulos VIS. Universalidad VIS E-8: Cartera Hipotecaria VIS (Vivienda Interés Social) Universalidad No VIS E-8: Cartera Hipotecaria No VIS (Vivienda diferente a Interés Social)		
Originadores:	Banco Bancolombia S. A. Banco Davivienda S. A.		
Administradores de la Cartera:	Banco Bancolombia S. A. Banco Davivienda S. A.		
Proveedor Mecanismo de Cobertura Parcial:	International Finance Corporation y Titularizadora Colombiana S.A.		
Garante del Título VIS A:	La Nación		
Representante Legal de Tenedores:	Fiduciaria Alianza		
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.		

Fundamentos de la Calificación

El comité técnico de BRC Investor Services S.A. SCV mantuvo las calificaciones de **AAA** a los TIPS A E–8 y B E-8 y de **A+** a los TIPS MZ E-8, **todas en grado de inversión**.

La asignación de las calificaciones está fundamentada en los mecanismos internos de cobertura contemplados en la estructura de la emisión, las garantías externas proporcionadas por International Finance Corporation IFC y la Nación, en la estructura particular de la emisión en lo relacionado con las prioridades de pago, en las características de la cartera titularizada y en la

calidad del emisor y administrador de la emisión (Titularizadora Colombiana).

El análisis de la calidad de la cartera titularizada efectuado bajo la óptica de la pérdida esperada del portafolio de cartera¹ evidenció la capacidad de la estructura para soportar escenarios de tensión extremos en los niveles requeridos para las calificaciones asignadas a cada clase de título. Se efectuó un análisis separado para los TIPS A E–8, TIPS B E–

¹ La pérdida esperada indica el valor total de pérdida esperada de un portafolio de cartera titularizada, que tiene en cuenta el nivel de incumplimiento del portafolio y el porcentaje de la pérdida total de los créditos.

8 y Tips MZ E-8, con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que la estructura de cada serie de la emisión está en capacidad de asumir, sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores de los títulos.

Este análisis se lleva a cabo una vez realizada la evaluación de las políticas y procedimientos relacionados con la adecuada administración de la cartera titularizada por parte de cada originador y/o administrador, y específicamente de Titularizadora Colombiana en su calidad de administradora de la emisión.

Los mecanismos internos de cobertura de la emisión se fundamentan en el esquema de prioridad de pagos para la atención de los tipos de títulos y los compromisos de carácter administrativo de la Universalidad Tips E-8. La subordinación de pagos existente entre las Clases A, B y MZ, en ese orden de prioridad, proporcionan un mayor nivel de cobertura para la Clase A. El sistema de cascada implementado a través del Ajuste de Balance de Capital Requerido entre el valor del activo productivo de las universalidades VIS y No VIS frente al pasivo, constituye un instrumento eficaz en la asignación de la disponibilidad de los recursos destinada a la atención de las obligaciones y de los gastos a cargo de las universalidades.

Los mecanismos externos de coberturas provienen del otorgamiento de garantías por parte de la Nación y el Mecanismo de Cobertura Parcial otorgado por la IFC a los Títulos VIS A y No VIS A respectivamente, los cuales son retitularizados para conformar la Universalidad Tips, con lo cual ésta última universalidad queda amparada igualmente por las mismas garantías mencionadas.

Particularmente, para la calificación asignada a los Tips MZ E-8 se pondero el Mecanismo de Reducción de Tasas que consiste en un instrumento de cobertura incorporado en la estructura de la emisión donde la Titularizadora por conducto de los Administradores Autorizados está facultada para reducir las tasas de interés de los créditos dentro de ciertas condiciones estipuladas en el prospecto de los Tips E-8 (negociar las tasas de los créditos hasta una tasa límite de UVR+7,8%) sin tener que sacarlos de la universalidad. Esta herramienta tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago de los créditos VIS y NO VIS resultante de una eventual disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.

Este mecanismo ha dado como resultado menores tasas de prepago en comparación con otras emisiones de Tips colocadas anteriormente en el mercado. Es importante destacar que debido a que los Tips MZ se estructuran con base en el exceso en *spread* (diferencia entre la tasa de la cartera y la tasa de emisión más gastos), un alto índice de pre-pago afecta

directamente la generación de flujo futuro de este título por lo que este mecanismo es relevante en la mitigación de este riesgo.

De igual forma, dado que las implicaciones de este mecanismo son un incremento en la duración de los Tips así como una disminución de la tasa promedio de interés ponderada del portafolio en la medida que los intereses recibidos por la cartera de crédito titularizada pueden ser menores, en las pruebas de tensión se incluyeron escenarios de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria (en forma generalizada e inmediata una vez colocada la emisión) para obtener el máximo nivel de mora que la estructura soporta, sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores, y asignar una calificación concordante con este nivel.

Durante los últimos tres años se ha observado que la tendencia de la tasa de prepago se ha estabilizado manteniéndose en niveles bajos. Esto se debe a que ya existe una menor proporción de deudores con incentivos de negociar las tasas en la medida que las condiciones del mercado han cambiando pese a las decisiones tomadas por el Banco Central para controlar la inflación e impulsar el crecimiento económico disminuyendo las tasas de interés.

Finalmente, es importante señalar que el marco legal y regulatorio de la emisión derivado de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud del cual los activos de las universalidades Vis E- 8, No Vis E-8 y TIPS E-8 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del patrimonio de los bancos originadores, lo cual es fundamental para el proceso de titularización. En este sentido, el riesgo legal implícito en el proceso de titularización se encuentra mitigado por el contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana y el proceso de titularización mismo.

Estructura de la Emisión

La emisión cuenta con tres clases de títulos (Tabla 1): Tips A E-8: título senior, que se subdivide en tres series, diferenciadas por el plazo, A-2011 60 meses, A-2016 120 meses, A-2021 180 meses. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura. Tips B E-8: título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses. Tips MZ: Título subordinado a las otras dos clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera titularizada y los títulos emitidos.

Tabla 1 - Saldos Emisión Tips E-8 (UVR)

		Tasa Facial	Oct-06 Fecha de Emisión	Jun-10 Actualmente
TIPS A E-8	A 2011	2,50%	2.456.685.000	0
	A 2016	3,50%	1.661.997.460	831.859.699
	A 2021	4,90%	629.468.242	629.468.242
TIPS B E-8	B 2021	6,00%	249.902.680	71.386.039
TIPS MZ E-8	Mz 2021	12,0%	74.970.804	74.790.000
Total			5.073.024.185	1.607.683.980

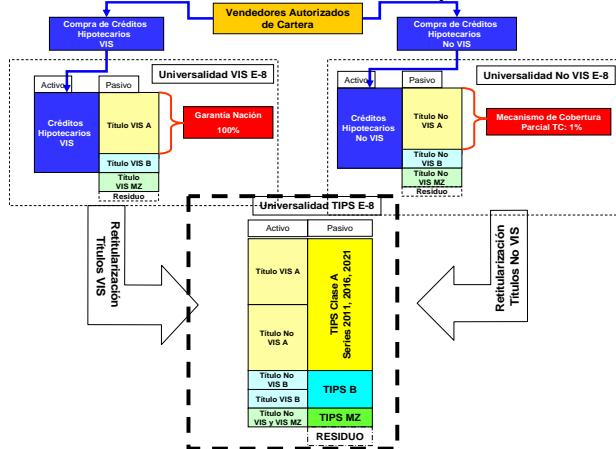
Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

El activo subyacente de la emisión Tips E-8 está conformado por Títulos Vis y Títulos No Vis, los que junto con los Tips en el pasivo, conforman la Universalidad Tips E-8.

A su vez, los títulos Vis y No Vis están estructurados en dos universalidades diferentes, Universalidad Vis E-8 y Universalidad No Vis E-8, conformadas cada una de ellas por cartera hipotecaria, la primera cartera Vis y la segunda cartera No Vis. Sobre estas universalidades están diseñados los mecanismos de garantía proporcionados por IFC y por la Nación, ésta última administrada por Fogafin. El título No Vis A se encuentra amparado por el Mecanismo de Cobertura Parcial IFC y el Título Vis A por la garantía de la Nación. Al retitularizar estos títulos en la Universalidad Tips E-8, la emisión queda automáticamente cobijada por los mismos mecanismos.

Gráfico 1 - Estructura de la Emisión Tips E-8



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

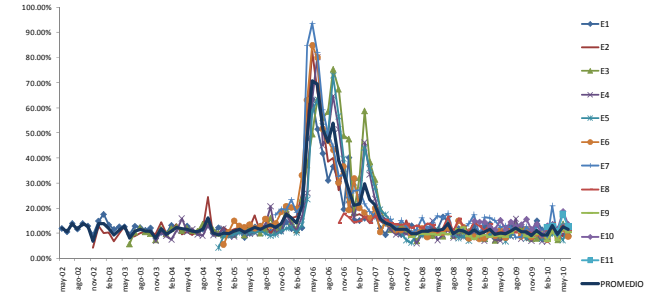
Desempeño del Portafolio de Cartera Titularizada

Durante el 2010 la cartera de los Tips E-8 presentó tasas de prepago ligeramente inferiores a las registradas un año atrás tanto por la cartera de la universalidad E-8 como por la de otras emisiones. Así mismo, se observa que durante los tres últimos años los niveles de prepago han venido disminuyendo como resultado de la menor proporción de deudores con incentivos de negociar las tasas en la medida que las condiciones del mercado han cambiando pese a las decisiones tomadas por el Banco Central para controlar la inflación e impulsar el crecimiento económico. (Gráfico 2).

De otra parte, el Mecanismo de Reducción de Tasas² mitiga el efecto en los niveles de prepago de los créditos VIS y NO VIS resultante de la eventual disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.

² El cual consiste en un instrumento de cobertura incorporado en la estructura de la emisión donde la Titularizadora por conducto de los Administradores Autorizados está facultada para reducir las tasas de interés de los créditos dentro de ciertas condiciones estipuladas en el prospecto de los Tips E-8 sin tener que sacarlos de la universalidad.

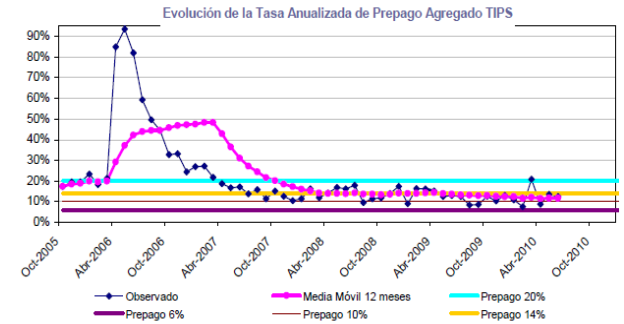
Gráfico 2 – Tasa Anualizada de Prepago Cartera Total



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

El comportamiento de la tasa anualizada de prepago de los Tips E-8 se encuentra por debajo de lo esperado por la Titularizadora. A cierre de junio de 2010 la media móvil 12 meses fue de 11,62%. (Gráfico 3).

Gráfico 3 - Tasa Anualizada de Prepago



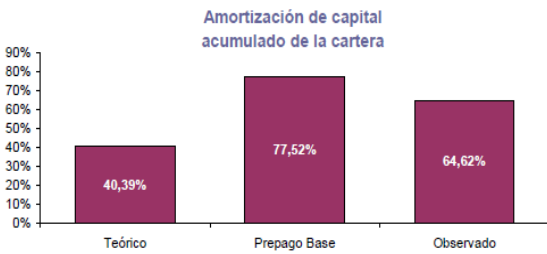
Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

Como se mencionó anteriormente, la tendencia en los prepagos ha permanecido estable aún con las medidas tomadas por el Banco Central. Este hecho explica la diferencia entre los niveles inicialmente presupuestados y los observados. Es importante aclarar que esta diferencia no debilita la calidad crediticia de los títulos ni la capacidad de generación de caja de las universalidades, la cual ha sido comprobada a través de los diferentes análisis de tensión sobre los modelos de proyección financiera.

La amortización a capital de los créditos es mayor que la teórica por el factor de los prepagos que en promedio durante el 2010 han estado en el 10% dando como resultado que la amortización a capital observada sea del 64,62%. (Ver Gráfico 4).

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Gráfico 4 - Amortización de capital acumulada a junio de 2010

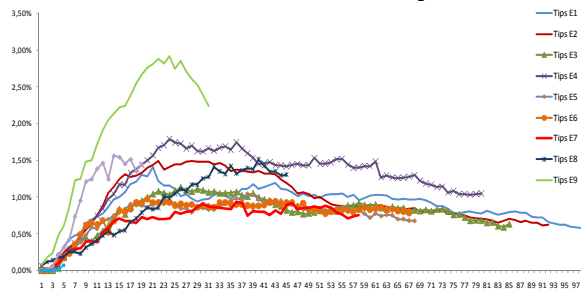


Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

A futuro se espera que la tendencia de la tasa de prepago continúe presentando niveles similares a los registrados durante los tres últimos años, dado que existe una menor proporción de deudores con incentivos de negociar las tasas de los créditos que conforman la universalidad.

De otra parte, los indicadores de cartera en mora mayor a 120 días (Gráfico 6), se han comportado en forma favorable y en niveles inferiores a lo esperado por la Titularizadora. A junio de 2010, el porcentaje total de cartera en mora de más de 120 días se ubicó en 1,30% para el total de la cartera. Este hecho incide en que se mantenga estable el nivel de pérdida la pérdida esperada del portafolio de cada emisión.

Gráfico 5 - Cartera Total en Mora Mayor a 120 días



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

Administración de la Emisión

Titularizadora Colombiana lleva a cabo la evaluación tanto de la cartera como de los procesos de administración de la misma por parte de los bancos originadores. De esta forma se busca determinar las diferencias existentes entre los procedimientos de éstos y lo que Titularizadora ha definido como deseable y adecuado para la titularización. Estos procesos han pasado por un periodo de afinamiento derivado de las titularizaciones anteriores y por los procedimientos de control implementados, que en opinión de la calificadora se ajustan a los requerimientos de un proceso de titularización, por lo cual no se consideró necesaria la evaluación individual y particular de cada uno de los bancos originadores.

Para efectos de control, Titularizadora se reúne mensualmente con cada uno de los bancos administradores con el objeto de hacer seguimiento a los compromisos acordados en el proceso de certificación y para conciliar diferencias o inconsistencias que se presenten en toda la labor de administración de la cartera, tanto desde el punto de vista de cobranza, como desde el punto de vista de registro contable del recaudo.

Igualmente, la compañía realiza un comité mensual de crédito, en el que se realiza el seguimiento al comportamiento de la cartera titularizada, con base en el cual se realiza parte del comité de seguimiento con el banco administrador.

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

Anexo 1. Escalas de Calificación

CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO

Esta calificación se asigna respecto de instrumentos de deuda con vencimientos originales mayores de un (1) año. Las calificaciones representan una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. En este sentido, establece la capacidad de pago de una institución en cuanto a sus pasivos con el público, considerando la calidad de los activos, la franquicia en el mercado, sus fuentes de fondeo, así como la estabilidad de sus márgenes operativos. También considera la estructura de manejo de riesgos financieros y la calidad de la gerencia. La calificación pueden incluir un signo positivo (+) o negativo (-) dependiendo si se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

Grados de inversión:

AAA	Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta categoría en grados de inversión.
AA	Es la segunda mejor calificación en grados de inversión. Indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.
A	Es la tercera mejor calificación en grados de inversión. Indica una satisfactoria capacidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación A podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tantos internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.
BBB	La categoría más baja de grados de inversión. Indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.

Grados de no inversión o alto riesgo

BB	Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que la probabilidad de incumplimiento es considerablemente menor que para obligaciones de calificación mas baja. Sin embargo, existen considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de servicios de la deuda.
B	Las emisiones calificadas con B indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las emisiones de mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.
CCC	Las emisiones calificadas de CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera.
CC	La calificación CC se le aplica a emisiones que son subordinadas de otras obligaciones calificadas CCC y que por lo tanto contarían con menos protección.
D	Incumplimiento.
E	Sin suficiente información para calificar.