

Reporte de calificación

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-14

Comité Técnico: 23 de enero de 2018
Acta número: 1303

Contactos:
Mariana Zuluaga Murillo
mariana.zuluaga@spglobal.com

Luisa Fernanda Higuera Joseph
luisa.higuera@spglobal.com

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-14

REVISION PERIODICA		
Tips Pesos A N-14	Tips Pesos B N-14	Tips Pesos Mz N-14
'AAA'	'BBB'	'BB+'

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips Pesos A N-14 de contenido crediticio Tips Pesos B N-14 de contenido crediticio Tips Pesos Mz N-14 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-14
Monto emisión	Tips Pesos A N-14 COP 372.617.200.000 Tips Pesos B N-14 COP 44.881.200.000 Tips Pesos Mz N-14 COP 5.427.600.000 Total COP 422.926.000.000
Fecha de emisión	Marzo de 2017
Series y plazo	Tips Pesos A N-14; 120 meses con vencimiento en 2027 Tips Pesos B N-14; 180 meses con vencimiento en 2032 Tips Pesos Mz N-14; 180 meses con vencimiento en 2032
Tasa facial máxima	Tips Pesos A N-14: 7.75% Tips Pesos B N-14: 9.40% Tips Pesos Mz N-14: 11,00%
Pago de intereses	Tips Pesos A N-14: Mes vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B N-14: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz N-14: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad Tips Pesos N-14 conformada por los créditos No VIS (Vivienda diferente a Interés Social) y VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos, los derechos sobre los seguros, los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de Cobertura Parcial de la Titularizadora Colombiana S. A. y cualquier otro derecho derivado de los Créditos Hipotecarios o de sus garantías.
Originadores	BCS S.A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera	BCS S.A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de tenedores	Fiduciaria Colpatria S.A.
Administrador de pagos	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.
Estructurador y administrador de la universalidad	Titularizadora Colombiana S. A.

I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV confirmó las calificaciones de deuda de largo plazo de 'AAA' de los Tips Pesos A N-14, de 'BBB' de los Tips Pesos B N-14 y de 'BB+' de los Tips Pesos Mz N-14.

Las calificaciones se basan en el análisis de la calidad de la cartera titularizada, los mecanismos de cobertura de la emisión y en la calidad crediticia del emisor y administrador de la emisión, Titularizadora Colombiana.

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las series de la transacción Tips Pesos N-14 con el fin de determinar el máximo nivel de mora que cada una podría soportar sin incumplirles a los tenedores de los títulos. Este análisis evidenció que la capacidad de la estructura para resistir escenarios extremos de tensión es alta para la serie más *senior* y adecuada para las series subordinadas en relación con las tasas de cartera vencida que históricamente han mostrado las cosechas de Tips Pesos N. Asimismo, consideramos que el nivel de cartera vencida, a noviembre de 2017 (0,93% sobre el saldo inicial), no representa un riesgo para el pago de la transacción.

En la evaluación del activo subyacente, BRC consideró las siguientes características de la cartera titularizada:

- La relación VIS (vivienda de interés social) y no VIS (vivienda diferente a interés social)
- La edad y plazo de los créditos.
- La ubicación geográfica de los bienes inmuebles.
- La tasa promedio ponderada del portafolio.
- La relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o *loan to value* (LTV, por sus siglas en inglés), entre otras variables.

Para el caso de la transacción Tips Pesos N-14, estas características son consistentes con la cartera arquetipo que BRC ha definido como referencia para las transacciones que se respaldan en créditos hipotecarios.

Los mecanismos de cobertura de la emisión se fundamentan, entre otros factores, en el esquema de prioridad de pagos. Consideramos que este sistema de cascada de pagos constituye un instrumento eficaz para la asignación de los recursos destinados a atender las obligaciones y los gastos a cargo de la universalidad. La subordinación de pagos existente entre las clases A, B y Mz (en ese orden de prioridad) proporciona mayor cobertura para la clase A.

Las calificaciones también ponderan positivamente el mecanismo de reducción de tasas de la estructura, cuyo objeto es mitigar el efecto de altos niveles de prepago derivados de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado. También consideramos como fortalezas para la calificación el ajuste de balance de capital requerido y las causales de suspensión de pagos, los cuales favorecen al pago de la serie A, que representa actualmente 86,4% del monto de la transacción.

También evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la administración adecuada de la cartera por titularizar por cada originador o administrador, específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de 'AAA' asignada por BRC). El contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana mitiga el riesgo legal implícito en el proceso de titularización.

Es importante señalar que el marco legal y regulatorio de la emisión es fundamental para el proceso de titularización. Este se deriva de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud de la cual los activos de la universalidad Tips Pesos N-14 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

En la estructura de los Tips, el prepago se traslada automáticamente a los inversionistas porque se produce una disponibilidad de recursos adicionales para pagar a los tenedores de los títulos de la universalidad Tips N-14. De esta forma, el prepago produce una mayor disponibilidad de recursos para la clase A, en concordancia con el esquema de prioridad de pagos definido y el mecanismo de ajuste de balance. Este comportamiento, a pesar de generar riesgos de reinversión, reduce el riesgo crediticio para los inversionistas puesto que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

La serie subordinada de la transacción, Tips Mz N-14, se ha estructurado con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos). Un alto índice de prepago afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar esta serie, lo cual se refleja en la calificación asignada.

En esta revisión observamos que desde septiembre de 2017 el nivel de prepago de la transacción se encontraba alrededor del 20% debido a un aumento en el número de cesiones (compra de cartera realizada por los bancos originadores a la universalidad). En nuestra opinión este nivel de prepago es alto y si se mantiene, podría afectar de manera negativa el pago de la serie subordinada. Es importante resaltar que, aunque nuestro escenario de estrés para la serie subordinada estima un nivel de prepago mayor a 20% y nos permite confirmar la calificación de dicha serie, daremos seguimiento al comportamiento de este indicador para evaluar el efecto que pueda llegar a tener sobre la capacidad de pago de la transacción.

II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con tres clases de títulos:

- Tips Pesos A N-14: Título *senior*. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura, con un plazo de 120 meses.
- Tips Pesos B N-14: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A, con un plazo de 180 meses.
- Tips Pesos Mz N-14: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips B, con un plazo de 180 meses

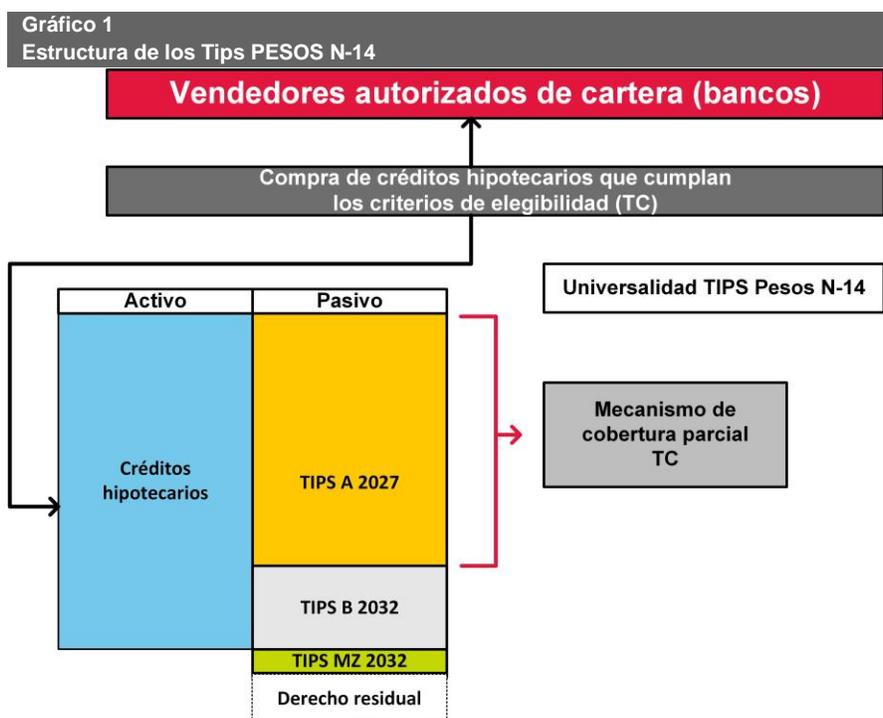
Tabla 1. Estructura de la emisión Tips N-14

Clase	Serie	Tasa facial	Valor de los títulos	Amortización a Noviembre de 2017
Tips A N-14	A - 2027	7,75%	372.617.200.000	321.786.933.935
Tips B N-14	B - 2032	9,40%	44.881.200.000	44.881.200.000
Tips Mz N-14	Mz - 2032	11,00%	5.427.600.000	5.427.600.000
Total			422.926.000.000	372.095.733.935

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El activo subyacente de la universalidad TIPS N-14 lo conforman los créditos hipotecarios VIS y No VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos de la siguiente manera:

- Los derivados de los prepagos.
- La recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate.
- Las ventas de bienes recibidos en dación de pago (BRP).
- Los recaudos por remates a favor de terceros de garantías hipotecarias.
- Los saldos a favor en procesos de sustitución de créditos.
- Los pagos recibidos por concepto de recompra.
- Los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos.
- Los derechos sobre los seguros.
- Los activos o derechos derivados o relacionados con el contrato de mecanismo de cobertura parcial.
- Cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

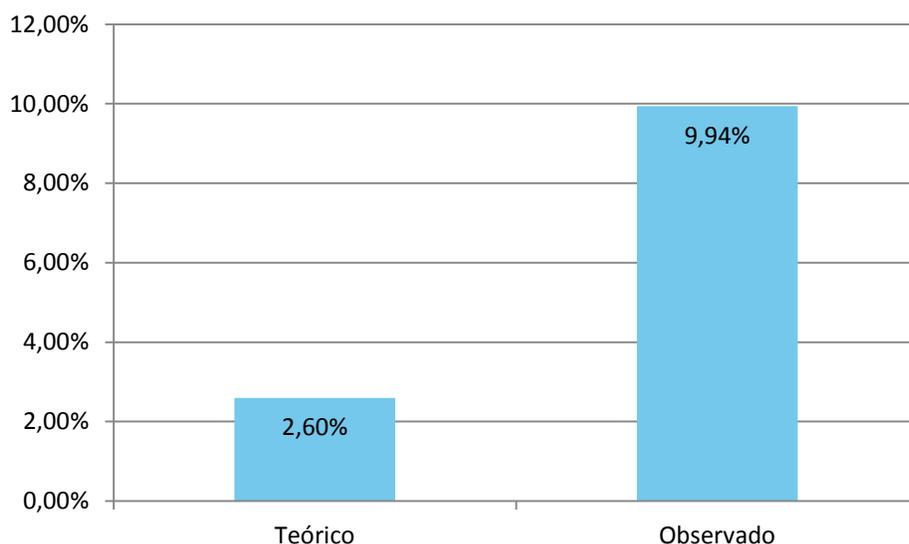


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

III. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE LA CARTERA TITULARIZADA

A noviembre de 2017, el 9,94% del capital de la cartera (vigente y vencida) se había amortizado, frente a una amortización pronosticada de 2,6% (ver Gráfico 2).

Gráfico 2
Amortización de capital acumulado de la cartera



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a noviembre de 2017

No observamos cambios significativos en la composición del portafolio de activos subyacentes. Los niveles de VIS y NO VIS, tasa promedio y LTV se mantienen relativamente igual desde su calificación inicial. El nivel de créditos VIS con subsidio FRECH (45,83%) es adecuado y protege a este segmento de la cartera de altos niveles de prepagó y cartera vencida dadas las características de éste beneficio.

A noviembre de 2017 la transacción presentaba un saldo de cartera vencida (mora mayor a 90 días) de 0,93% sobre el saldo a la fecha de emisión y de 1,09% sobre el saldo actual, consideramos que estos niveles son bajos y no representan ningún riesgo para el pago de la transacción.

Consideramos que la diversificación geográfica de la cartera titularizada continúa siendo adecuada. El mayor porcentaje se concentra en Bogotá (45%) y a esta le siguen Cali (7%), Medellín (5%) y Bucaramanga (3%). El porcentaje restante corresponde a créditos originados y respaldados por activos en otras ciudades.

IV. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana se enfoca en implementar políticas y procedimientos de control interno para optimizar la eficiencia y eficacia en las operaciones, mejorar los procesos de generación de información financiera, el cumplimiento de la regulación aplicable, leyes, políticas y normas, y realizar una adecuada gestión de riesgo.

El comité de crédito da seguimiento a las contrapartes de las universalidades. Sus funciones son aprobar los criterios de selección de cartera por comprar, revisar periódicamente la calidad del activo subyacente de cada universalidad y la sustitución o recompra de cartera cuando sea necesario, y aprobar la metodología de los modelos de riesgo de crédito y los programas de normalización de activos que se utilicen en las carteras hipotecarias.

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

La entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Investor Services S.A. SCV.

BRC Investor Services S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, BRC Investor Services S.A. SCV revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por el calificado.

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en www.brc.com.co

El análisis contenido en este documento se basa en la información contenida en los Términos y Condiciones de la emisión de la transacción Tips Pesos N-14 y en el reglamento de la Universalidad Tips Pesos N-14 preparados por la Titularizadora Colombiana, en el portafolio de la cartera titularizada y en la evaluación por parte de BRC del comportamiento de los flujos de caja derivados de dicha cartera en diferentes escenarios de tensión.

Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite www.brc.com.co o bien, haga clic [aquí](#).

V. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página *web* www.brc.com.co

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV 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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.
