

Reporte de calificación

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS UVR U-1

Comité Técnico: 22 de agosto de 2018
Acta número: 1415

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

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS UVR U-1

REVISIÓN PERIÓDICA				
Serie	Tips UVR A U-1	Tips UVR B U-1	Tips UVR Mz U-1	Tips UVR C U-1
Calificación	AAA	A+	BBB+	BBB-

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips UVR A U-1 de contenido crediticio Tips UVR B U-1 de contenido crediticio Tips UVR Mz U-1 de contenido crediticio Tips UVR C U-1 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips UVR U-1
Monto de la emisión	Tips UVR A U-1 UVR 1.653.507.000 Tips UVR B U-1 UVR 204.366.000 Tips UVR Mz U-1 UVR 70.753.000 Tips UVR C U-1 UVR 9.289.000 Total UVR 1.937.915.000
Fecha de emisión	Septiembre de 2015
Series y plazo	Tips UVR A U-1; 120 meses con vencimiento en 2025 Tips UVR B U-1; 180 meses con vencimiento en 2030 Tips UVR Mz U-1; 180 meses con vencimiento en 2030 Tips UVR C U-1; 180 meses con vencimiento en 2030
Tasa facial máxima	Tips UVR A U-1: 3,20% Tips UVR B U-1: 6,20% Tips UVR Mz U-1: 8,00% Tips UVR C U-1: 9,50%
Pago de intereses	Tips UVR A U-1: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips UVR B U-1: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips UVR Mz U-1: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips UVR C U-1: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad TIPS U-1 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	Banco Caja Social S. A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera	Banco Caja Social S. A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor del 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 en revisión periódica confirmó la calificación de deuda de largo plazo de 'AAA' de los Tips UVR A U-1, de 'A+' de los Tips UVR B U-1, de 'BBB+' de los Tips UVR Mz U-1 y 'BBB-' de los Tips UVR C U-1.

La confirmación de las calificaciones se fundamenta en el análisis de la calidad de la cartera titularizada y en nuestra opinión sobre los niveles de protección crediticia con los que cuenta la transacción en forma de sobrecolateralización, margen financiero y excedentes de liquidez, los cuales, combinados con nuestros supuestos de frecuencia de incumplimiento y de severidad de la pérdida, continúan siendo suficientes para soportar nuestros escenarios de estrés correspondientes a sus niveles de calificación actuales.

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 UVR U-1, estas características son consistentes con la cartera arquetipo que BRC ha definido como referencia para las transacciones que se respaldan en créditos hipotecarios.

La confirmación de las calificaciones también refleja el excelente desempeño que ha mantenido la cartera titularizada. De acuerdo con los reportes de Titularizadora Colombiana a junio de 2018, la cartera que respalda la emisión presentó un nivel de cartera vencida (morosidad mayor a 90 días, calculada como porcentaje sobre el saldo inicial del portafolio) de 2.93%.

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 asignar 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, Mz y C (en ese orden de prioridad) proporciona mayor cobertura para la clase A.

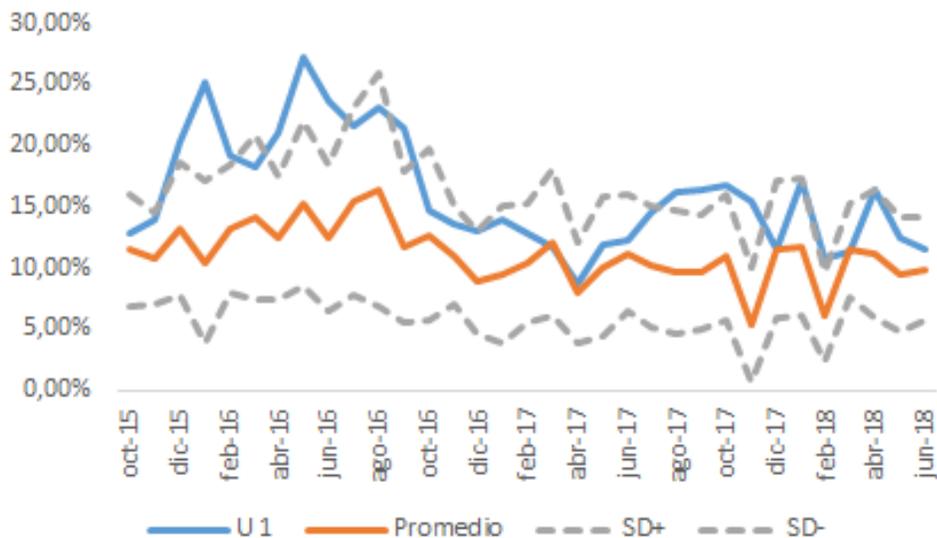
Las calificaciones también ponderan positivamente el mecanismo de reducción de tasas de la estructura, cuyo objeto es mitigar el efecto de altos niveles de prepago derivados de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado. También consideramos como fortalezas para la calificación el mecanismo de cobertura parcial, el ajuste de balance de capital requerido y las causales de suspensión de pagos, los cuales favorecen al pago de la serie A que, a junio, representa 71,29% del monto de la transacción.

BRC aplicó diversos escenarios de estrés para evaluar la capacidad de pago de la transacción. Estos incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria y un

análisis de la dinámica de los títulos bajo nuestros supuestos actualizados de la tasa anualizada de prepago para los Tips UVR. Los resultados de estos escenarios indican que los flujos de caja de la cartera titularizada son suficientes para atender las series más senior, particularmente la serie A.

Las series subordinadas de la transacción, Tips UVR Mz U-1 y Tips UVR C U-1, se han 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 podría afectar la generación de flujo de caja esperado para pagar esta serie, lo cual se refleja en la calificación asignada. A junio de 2018, los Tips UVR U-1 presentaban una tasa de prepago promedio de 16,06%, mayor al nivel promedio observado para toda la cartera de créditos que componen los Tips UVR de 11,09%, en ese mismo rango de fechas (octubre 2015 – junio 2018). Lo anterior se debe principalmente al alza que tuvo la tasa de inflación entre finales del 2015 y finales del 2016, que llevó a los deudores a prepagar sus obligaciones en UVR para pasarlas a pesos.

Gráfico 1
Tasa de prepago anualizada promedio de los Tips UVR frente a los Tips UVR U-1. Octubre 2015 – Junio 2018



No consideramos que las calificaciones de la emisión se vean limitadas por temas relacionados con riesgos operativos debido a que los bancos originadores Banco Caja Social S.A. y Davivienda S.A. (calificación de emisor “AAA” de BRC) cuentan con sólidos procesos de administración de cartera, adicionalmente Titularizadora Colombiana en su rol de administrador maestro realiza una constante evaluación de los procedimientos de administración de cartera y sus resultados, evita que se presente riesgo de mezcla de recursos y cuenta con herramientas para afrontar un eventual reemplazo de administrador.

El contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora 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 UVR U-1 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- Tips UVR A U-1: 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 UVR B U-1: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A, con un plazo de 180 meses.
- Tips UVR Mz U-1: Título subordinado al pago de intereses y capital programado de Tips B, con un plazo de 180 meses
- Tips UVR C U-1: Título subordinado al pago de intereses y capital programado de Tips Mz, con un plazo de 180 meses

Tabla 1. Estructura y desempeño de la emisión Tips UVR U-1

Clase	Serie	Tasa facial	Valor de los títulos en UVR	Amortización a junio 2018	Exceso de Colateral	
					May-18	Oct-15
Tips UVR A	U-1 A - 2025	3,20%	975.645.405	706.249.398	25,19%	11,00%
Tips UVR B	U-1 B - 2030	6,20%	204.366.000	204.366.000	3,54%	0%
Tips UVR Mz	U-1 Mz - 2030	9,00%	70.753.000	70.753.000	-3,96%	-3,81%
Tips UVR C	U-1 C - 2030	10,00%	9.289.000	9.289.000	-4,94%	-4,31%
Total			1.260.053.405	961.402.268		

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Cálculos: BRC S&P

* Exceso de colateral Tips A = 1 - (Saldo Tips A / Activo total)

*** Exceso de colateral Tips B-1 = 1 - (Saldo Tips A + Tips B / Activo total)

***** Exceso de colateral Tips Mz = 1 - (Saldo Tips A + Tips B + Tips Mz / Activo total)

***** Exceso de colateral Tips C = 1 - (Saldo Tips A + Tips B + Tips Mz + Tips C / Activo total)

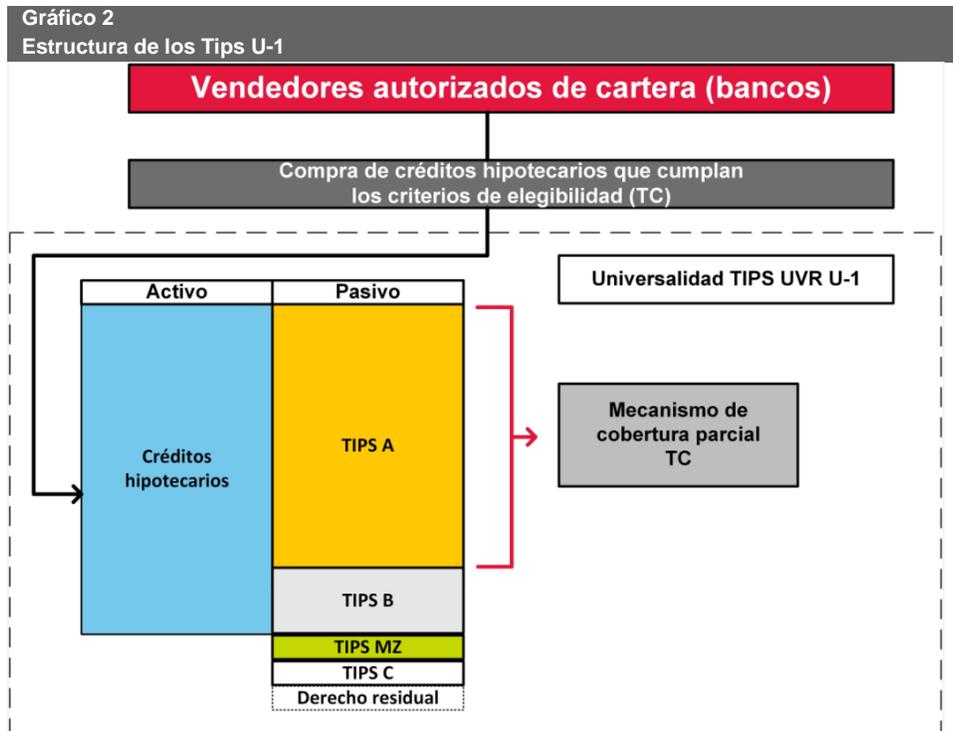
Activo Total: Total Portafolio – créditos con más de 90 días en mora + excedentes de liquidez de junio 2018.

La tabla 1 nos muestra que, a junio de 2018, los niveles de la cobertura de las series subordinadas disminuyeron levemente desde su calificación inicial esto refleja la reducción acelerada que presentó el saldo de capital de la cartera como resultado de los altos niveles de prepago que experimentó la transacción en el primer año de la emisión (hasta 25%). Aunque el nivel de prepago a junio es mayor al promedio de sus pares, no consideramos que la capacidad de pago de las series subordinadas pueda verse afectada negativamente ya que sus calificaciones actuales han sido probadas con niveles de prepago más altos (35%) durante toda la vida de la emisión.

El activo subyacente de la universalidad Tips UVR U-1 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.

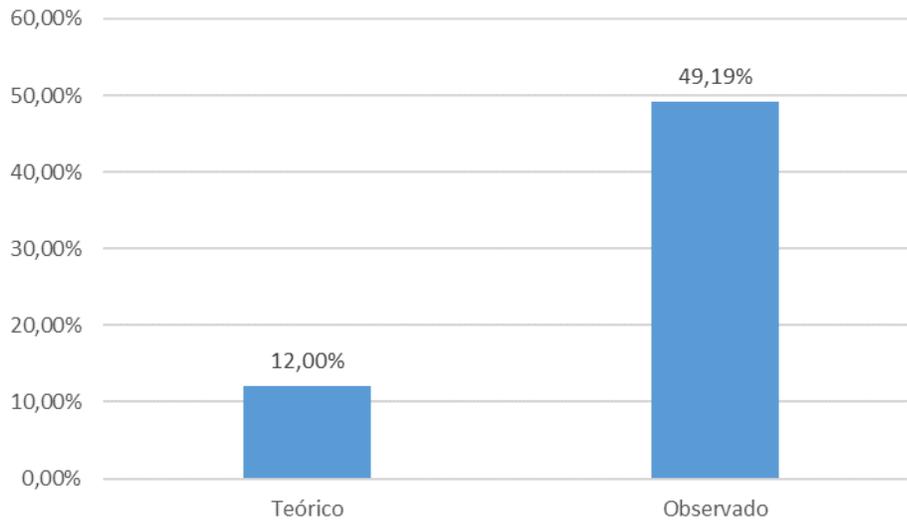


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

III. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE LA CARTERA TITULARIZADA

La dinámica de prepago de la transacción llevó a que la amortización de capital ocurriera más rápido que lo estimado inicialmente por la titularizadora. A junio de 2018, 49,19% del capital de la cartera se había amortizado, frente a una amortización pronosticada de 12% (ver Gráfico 3).

Gráfico 3
Amortización de capital acumulado de la cartera



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a junio de 2018

A junio de 2018, el promedio ponderado del LTV actual de la cartera era 55,2%. Cabe destacar que en la medida en que este indicador sea menor, mayor es el colateral del préstamo al contar con suficientes recursos para cubrir el crédito hipotecario y los costos de la toma de posesión del activo. Estos créditos tienen una madurez aproximada de seis años y un plazo restante promedio de 12 años; estos periodos están en línea con los de otras transacciones emitidas anteriormente.

Geográficamente, la cartera se concentra en Bogotá (83%), incluyendo Soacha. No consideramos que este porcentaje representa un riesgo para el pago de la transacción dado que es una zona de alta diversificación económica. A esta le siguen Medellín (2%) y Madrid (2%) y el porcentaje restante corresponde a créditos originados y respaldados por activos en otras ciudades.

Consideramos que la cobertura FRECH sobre la tasa de interés (12% del portafolio) incentiva el buen comportamiento del deudor y es favorable para la estabilidad del portafolio, ya que este pierde el subsidio si sus pagos presentan mora por más de tres meses consecutivos y está limitado para realizar operaciones de venta de cartera o negociación de la tasa de interés.

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 se consideró 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. "A la fecha de este reporte, la emisión aquí mencionada aún no ha sido colocada en el mercado. Si a la fecha de colocación definitiva surgieran cambios en los supuestos analizados o que se ubicaran fuera los rangos o variables considerados para otorgar la calificación, o si estos cambios se relacionaran a aspectos tales como, por ejemplo, tasas de interés, plazos o alguna de las consideraciones expuestas en este documento o implicarán cambios substanciales en los documentos legales soporte de la operación y conocidos por BRC Investor Services S. A. SCV, la calificación otorgada podría cambiar."

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 Preliminares a la emisión de la transacción Tips U-1, en el portafolio preliminar de la cartera a titularizar 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.
