

Reporte de calificación

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS UVR U-3

Comité Técnico: 10 de agosto de 2018
Acta número: 1408

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

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS UVR U-3

REVISIÓN EXTRAORDINARIA				
Serie	Tips UVR A U-3	Tips UVR B U-3	Tips UVR Mz U-3	Tips UVR C U-3
Calificación	AAA	AA-	BBB+	BB+

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips UVR A U-3 de contenido crediticio Tips UVR B U-3 de contenido crediticio Tips UVR Mz U-3 de contenido crediticio Tips UVR C U-3 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips UVR U-3
Monto de la emisión	Tips UVR A U-3 UVR 1.694.686.000 Tips UVR B U-3 UVR 188.297.500 Tips UVR Mz U-3 UVR 47.917.000 Tips UVR C U-3 UVR 18.829.000 Total UVR 1.949.729.500
Fecha de emisión	Julio de 2018
Series y plazo	Tips UVR A U-3; 120 meses con vencimiento en 2028 Tips UVR B U-3; 180 meses con vencimiento en 2033 Tips UVR Mz U-3; 180 meses con vencimiento en 2033 Tips UVR C U-3; 180 meses con vencimiento en 2033
Tasa facial máxima	Tips UVR A U-3: 3,18% Tips UVR B U-3: 5,00% Tips UVR Mz U-3: 7,00% Tips UVR C U-3: 8,50%
Pago de intereses	Tips UVR A U-3: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips UVR B U-3: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips UVR Mz U-3: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips UVR C U-3: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad TIPS UVR U-3 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. Bancolombia S.A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera	BCS S. A. Bancolombia S.A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de los tenedores	Por definir
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 extraordinaria confirmó las calificaciones de deuda de largo plazo de 'AAA' de los Tips UVR A U-3, de 'AA-' de los Tips UVR B U-3, de 'BBB+' de los Tips Mz UVR U-3 y de 'BB+' de los Tips UVR C U-3.

Realizamos una revisión extraordinaria posterior a la colocación de la emisión el 25 de julio de 2018. Los principales cambios frente a la última revisión incluyen:

- Disminución de 3% tanto en el monto de la emisión como en el del portafolio que la respalda; manteniendo los mismos niveles de cobertura.
- Disminución de la tasa de colocación esperada de los Tips UVR A U3 (3.18%) lo cual aumentó los niveles de margen financiero de todas las series, e incrementó los gastos iniciales debido a que las comisiones de estructuración y originación se definen de acuerdo con esta tasa final de colocación.

La confirmación de las calificaciones se fundamenta en el análisis de la calidad del portafolio subyacente final 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 los niveles de calificación asignados inicialmente el 28 de junio de 2018 y posteriormente confirmados en revisión extraordinaria el 5 de julio de 2018.

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las series de la transacción Tips UVR U-3 con el propósito 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 las series más *senior* y adecuada para las series subordinadas en relación con las tasas de cartera vencida que históricamente han mostrado las cosechas de Tips UVR.

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-3, estas características son muy similares a las evaluadas en la última revisión extraordinaria y por lo tanto 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 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.

Para la estructura de los TIPS UVR U-3 el estructurador (Titularizadora Colombiana) propuso modificar el mecanismo de ajuste del balance de capital para que el saldo de capital total de los créditos vigentes sea igual a 111.11% del saldo de capital total de los Tips UVR A U-3, e incluir una amortización objetivo para el mismo título que busca evitar pagos altos al final de su plazo. La anterior modificación cambia parte de la cascada de pagos para que, una vez realizados los pagos contractuales y pagos adicionales a los Tips UVR A U-3, los excedentes se utilicen para pagar los títulos B.

Consideramos que estos cambios permiten tener una estructura más eficiente en el sentido que se mitigan los prepagos al título A, permitiendo que este tenga una mayor duración y menores niveles de exceso de cobertura al final de su amortización. Adicionalmente, permite pagar los títulos B más rápidamente y liberar margen financiero para beneficio de la transacción. Los mecanismos de cobertura parcial, reducción de tasas y las causales de suspensión se mantienen y continúan favoreciendo el pago de la serie A, lo cual consideramos como positivo ya que mitiga el incumplimiento de la serie más senior.

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 UVR U-3 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

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 prepagos para los Tips UVR. Los resultados de estos escenarios indican que los flujos de caja de la cartera por titularizar son suficientes para atender la serie *senior*.

En la estructura de los Tips, el prepagos 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 UVR U-3. De esta forma, el prepagos produce una mayor disponibilidad de recursos para la clase A y para la clase B siguiendo el esquema de amortización que establece el capital objetivo, el mecanismo de ajuste de balance y la prelación de pagos de la transacción. 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.

Un alto índice de prepagos afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar las series subordinadas Mz y C, lo cual se refleja en la calificación asignada. Como parte de la metodología de calificación, en el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos un promedio de las tasas de prepagos que han presentado históricamente las emisiones en UVR. Así, el resultado muestra que las

series subordinadas Mz y C son más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado debido a la posibilidad que tienen los deudores de prepagar sus créditos.

II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

- Tips UVR A U-3: 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-3: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A, con un plazo de 180 meses.
- Tips UVR Mz U-3: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips B, con un plazo de 180 meses
- Tips UVR C U-3: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips Mz, con un plazo de 180 meses

Tabla 1. Estructura de la emisión Tips UVR U-3

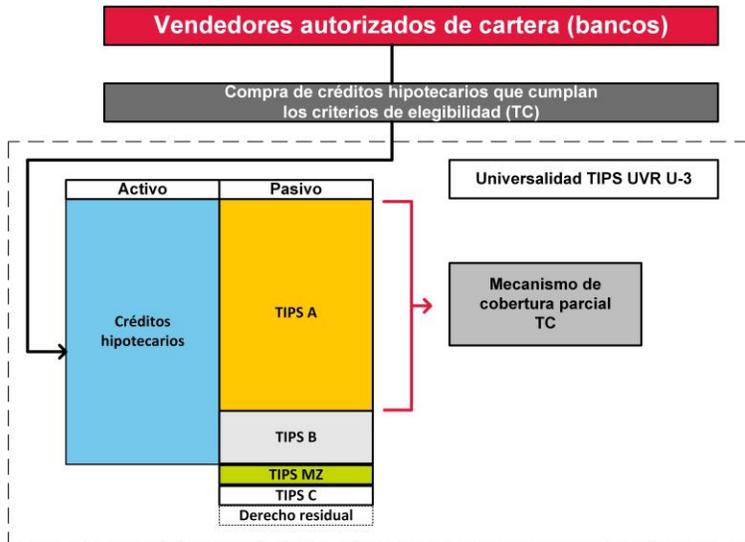
Clase	Serie	Tasa facial	Valor de los títulos en UVR	Participación dentro del portafolio
Tips UVR A U-3	A – 2028	3.18%	1.694.686.000	86,92%
Tips UVR B U-3	B – 2033	5.00%	188.297.500	9,66%
Tips UVR Mz U-3	Mz -2033	7,00%	47.917.000	2,46%
Tips UVR C U-3	C -2033	8,50%	18.829.000	0,97%
Total			1.949.729.500	100%

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El activo subyacente de la universalidad Tips UVR U-3 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.

Gráfico 1
Estructura de los Tips UVR U-3



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

III. PORTAFOLIO DE CARTERA A TITULARIZAR

El portafolio definitivo de la transacción U-3 se compone de créditos hipotecarios emitidos en UVR para la compra de vivienda diferente a interés social – No VIS (66%) y de VIS (34%), originados por BCSC S.A. (51%), Bancolombia S.A. (30%) y Banco Davivienda S.A. (18%). Consideramos que el segmento VIS – mayor al de la calificación inicial (30%) no representa un riesgo significativo para la transacción, dado que cuenta con mayor cobertura del beneficio del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH, 55% frente 47%) y un adecuado periodo de maduración de 6.7 años.

La cobertura FRECH sobre la tasa de interés incentiva el buen comportamiento del deudor y es favorable para la estabilidad del portafolio, ya que este pierde el subsidio si sus pagos al préstamo 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.

Tabla 2. Características del colateral Tips UVR U-3

	VIS	No VIS	Total
Monto	UVR646.437.329	UVR1.236.548.377	UVR1.882.985.706
%	34%	66%	100%
Número de créditos	6.999	3.569	10.568
%	66%	34%	100%
Beneficio FRECH*	55%	12%	27%
LTV	45%	46%	46%
Tasa promedio ponderada (TPP)	9.76%	8.43%	8,88%
Años para el vencimiento	10.4	15.5	13.7
Años transcurridos	6.7	3.0	4.3

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a noviembre de 2016

* Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria

Geográficamente, la cartera continúa estando altamente concentrada en Bogotá (76% - incluye Soacha). Sin embargo, no consideramos esto como un riesgo para el pago de la transacción debido a que Bogotá es una zona de alta diversificación económica. A esta le siguen Medellín (4%) y Cali (5%), y 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 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.

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-3, 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.
