

Reporte de calificación

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-15

Comité Técnico: 21 de junio de 2017
Acta número: 1173

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

Luisa Fernanda Higuera Joseph
luisa.higuera@spglobal.com

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-15

REVISIÓN EXTRAORDINARIA				
Serie	Tips Pesos A N-15	Tips Pesos B N-15	Tips Pesos Mz N-15	Tips Pesos C N-15
Calificación	AAA	BBB	BB+	BB

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos:	Tips Pesos A N-15 de contenido crediticio Tips Pesos B N-15 de contenido crediticio Tips Pesos Mz N-15 de contenido crediticio Tips Pesos C N-15 de contenido mixto
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-15
Monto de la emisión:	Tips Pesos A N-15 COP 406.606.614.972 Tips Pesos B N-15 COP 46.436.967.169 Tips Pesos Mz N-15 COP 6.795.653.732 Tips Pesos C N-15 COP 2.265.217.911 Total COP 462.104.453.784
Fecha de emisión:	Junio de 2017
Series y plazo:	Tips Pesos A N-15; 120 meses con vencimiento en 2027 Tips Pesos B N-15; 180 meses con vencimiento en 2032 Tips Pesos Mz N-15; 180 meses con vencimiento en 2032 Tips Pesos C N-15; 180 meses con vencimiento en 2032
Tasa facial máxima:	Tips Pesos A N-15: Tasa facial final TIPS A Tips Pesos B N-15: $\text{Min}\{10,65\%; 9,90\% + 3,50 \times [7,00\% - (\text{Tasa Resultante de la Subasta TIPS A})]\} + 3,5 \times \text{Max}\{0; 6,6\% - (\text{Tasa Resultante de la Subasta TIPS A})\}$ Tips Pesos Mz N-15: 12,50% Tips Pesos C N-15: 15,00%
Pago de intereses:	Tips Pesos A N-15: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B N-15: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz N-15: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos C N-15: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente:	Universalidad TIPS PESOS N-15 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. Itaú Corpbanca S.A. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera:	BCS S. A. Itaú Corpbanca S.A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial:	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de tenedores:	Por confirmar
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 Pesos A N-15, de 'BBB' de los Tips Pesos B N-15, de 'BB+' de los Tips Pesos Mz N-15 y de 'BB' a los Tips Pesos C N-15.

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. Realizamos una revisión extraordinaria debido a que el estructurador presentó un nuevo portafolio, monto de emisión y cambios en las tasas esperadas de colocación, con la inclusión de Itaú Corpbanca S.A. como tercer banco originador. Consideramos que los cambios a la estructura de la transacción no modifican el fundamento de las calificaciones iniciales asignadas el 24 de mayo de 2017.

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las series de la transacción Tips N-15 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 la 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 Pesos N.

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-15, 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, 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 prepagos 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 representa 88% del monto de la transacción.

Evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la administración de la cartera titularizada por cada administrador, específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de

contraparte de 'AAA' asignada por BRC). Consideramos que el contexto regulatorio que enmarca la actividad de Titularizadora Colombiana es fundamental para el proceso de titularización dado que permite que los activos de la universalidad Tips Pesos N-15 queden completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores, según lo establece la Ley 546 de 1999.

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 de los Tips N.

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-15. De esta forma, el prepago produce más 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 series subordinadas de la transacción, Tips Mz N-15 y Tips C N-15, 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 estas series, lo cual se refleja en las calificaciones asignadas. Como parte de la metodología de calificación, en el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos un promedio de las tasas de prepago que han presentado históricamente las emisiones en pesos. 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 A N-15: 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 B N-15: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A, con un plazo de 180 meses.
- Tips Mz N-15: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips B, con un plazo de 180 meses
- Tips C N-15: 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 N-15

Clase	Serie	Tasa facial	Valor de los títulos en pesos (COP)*	Participación dentro del portafolio
Tips A	N-15 A - 2027	Tasa facial final TIPS A N-15	406.606.614.972	87.99%
Tips B	N-15 B - 2032	Tasa facial final TIPS B N-15	46.436.967.169	10.05%
Tips Mz	N-15 Mz -2032	12,50%	6.795.653.732	1.47%
Tips C	N-15 C -2032	15.00%	2.265.217.911	0.49%
Total			462.104.453.784	100%

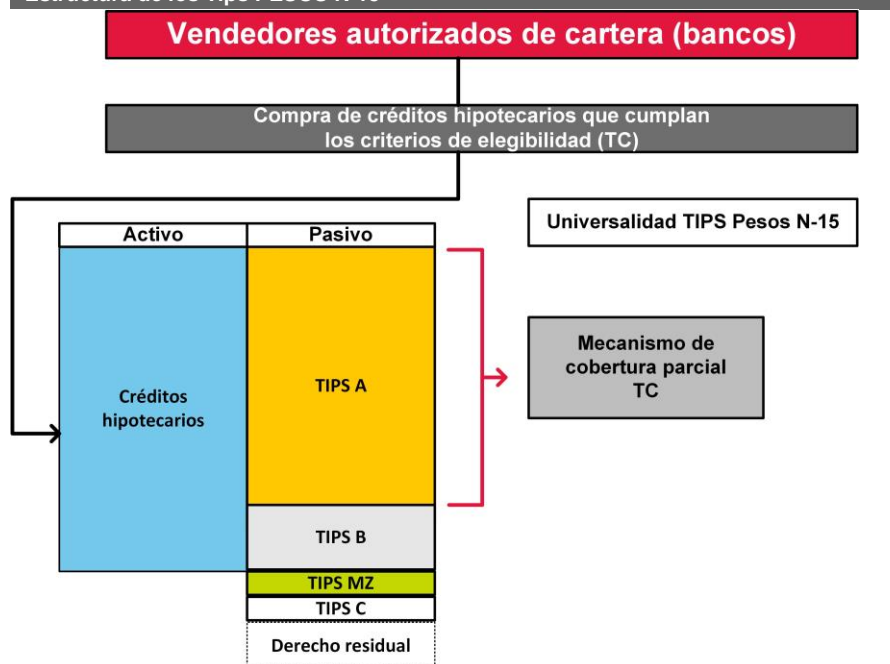
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

*Nota: Los valores que se observen en la fecha de emisión podrían presentar cambios respecto a los registrados en la Tabla 1 al momento de la colocación de la emisión. Sin embargo, no se esperan cambios en la participación de cada serie sobre el total de la transacción.

El activo subyacente de la universalidad TIPS N-15 lo conforman los créditos hipotecarios VIS (vivienda de interés social) y No VIS (vivienda diferente a interés social 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 PESOS N-15



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

III. PORTAFOLIO DE CARTERA A TITULARIZAR

La inclusión del nuevo portafolio de Itaú Corpbanca hace que la transacción N-15 tenga ahora más créditos No VIS (94% frente a 91%), un mayor porcentaje de cobertura FRECH (18% frente a 17%) y créditos relativamente más maduros con un promedio de 2.14 años (1.7 años en la calificación inicial). Aunque los niveles del LTV son mayores y la tasa de interés es relativamente menor al portafolio de la calificación inicial consideramos que este nuevo portafolio mantiene en general las características que analizamos al momento de otorgar las calificaciones iniciales.

Tabla 2. Estructura de la emisión Típs N-15			
	VIS	No VIS	Total
Monto	COP26.649.669.091	COP426.393.913.051	COP453.043.582.142
%	6%	94%	100%
Número de créditos	1.298	4.822	6.120
%	21%	79%	100%
Beneficio FRECH*	30%	17%	18%
OLTV	55.9%	54.2%	54.3%
Tasa promedio ponderada (TPP)	13.1%	11.9%	12.0%
Años para el vencimiento	8,42	13,08	12,81
Años transcurridos	5,79	1,91	2,14

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

* Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria

Geográficamente la cartera se concentra en Bogotá (62%). Aunque este porcentaje es alto, no consideramos que represente un riesgo para el pago de la transacción dado que es una zona de alta diversificación económica. A esta le siguen Cali (4%) y Medellín (4%), 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 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.

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 Pesos N-15, 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.
