

Reporte de calificación

.....

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-16

Comité Técnico: 23 de enero de 2018
Acta número: 1304

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

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-16

REVISIÓN EXTRAORDINARIA				
Serie	Tips Pesos A N-16	Tips Pesos B N-16	Tips Pesos Mz N-16	Tips Pesos C N-16
Calificación	AAA	BBB	BB+	BB

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips Pesos A N-16 de contenido crediticio Tips Pesos B N-16 de contenido crediticio Tips Pesos Mz N-16 de contenido crediticio Tips Pesos C N-16 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips PESOS N-16
Monto de la emisión	Tips Pesos A N-16 Pesos 339.124.000.000 Tips Pesos B N-16 Pesos 37.680.500.000 Tips Pesos Mz N-16 Pesos 6.785.200.000 Tips Pesos C N-16 Pesos 1.884.100.000 Total Pesos 385.473.800.000
Fecha de emisión	Noviembre de 2017
Series y plazo	Tips A N-16; 120 meses con vencimiento en 2027 Tips B N-16; 180 meses con vencimiento en 2032 Tips Mz N-16; 180 meses con vencimiento en 2032 Tips C N-16; 180 meses con vencimiento en 2032
Tasa facial máxima	Tips Pesos A N-16: 6.38% Tips Pesos B N-16: 11.27% Tips Pesos Mz N-16: 12,50% Tips Pesos C N-16: 15,00%
Pago de intereses	Tips Pesos A N-16: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B N-16: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz N-16: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos C N-16: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad Tips N-16 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	Bancolombia S.A. Banco Davivienda S.A. Banco BBVA S.A.
Administradores de la cartera	Bancolombia S.A. Banco Davivienda S.A. Banco BBVA S.A.
Proveedor del mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de los 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-16, de 'BBB' de los Tips Pesos B N-16, de 'BB+' de los Tips Pesos Mz N-16 y de 'BB' de los Tips Pesos C N-16.

Realizamos una revisión extraordinaria posterior a la colocación de la emisión (6 de diciembre de 2017) para evaluar el efecto de las tasas de colocación finales en las calificaciones asignadas inicialmente. La serie más senior - Tips Pesos A N-16 – presenta una baja en la tasa de colocación frente a la esperada (6,38% frente a 7.10%) lo cual favorece los niveles de spread de la transacción mientras que la serie Tips Pesos B N-16 presenta una alza frente a la tasa esperada (11.27% frente a 9,55%). Las tasas de las series subordinadas no cambiaron. En general, observamos que el efecto sobre el *spread* de la transacción es positivo y nos permite confirmar las calificaciones asignadas inicialmente el 21 de noviembre de 2017 y confirmadas en revisión extraordinaria el 5 de diciembre de 2017.

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-16 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 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-16, 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. El cual 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 prepagado 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 87,98% 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-16 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 prepago para los Tips Pesos. 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 Pesos, 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 Pesos N-16. 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.

Las series subordinadas de la transacción, Tips Mz N-16 y Tips C N-16, 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 afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar esta serie, 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 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 Pesos A N-16: 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-16: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A, con un plazo de 180 meses.
- Tips Pesos Mz N-16: Título subordinado al pago de intereses y capital de Tips B, con un plazo de 180 meses
- Tips Pesos C N-16: Título subordinado al pago de intereses y capital de Tips Mz, con un plazo de 180 meses

Tabla 1. Estructura de la emisión Típs Pesos N-16

Clase	Serie	Tasa facial	Valor de los títulos en pesos	Participación dentro del portafolio
Tips Pesos A	N-16 A - 2027	6.38%	339.124.000.000	87,98%
Tips Pesos B	N-16 B - 2032	11.27%	37.680.500.000	9,78%
Tips Pesos Mz	N-16 Mz -2032	12,50%	6.785.200.000	1,76%
Tips Pesos C	N-16 C -2032	15,50%	1.884.100.000	0,49%
Total			385.473.800.000	100%

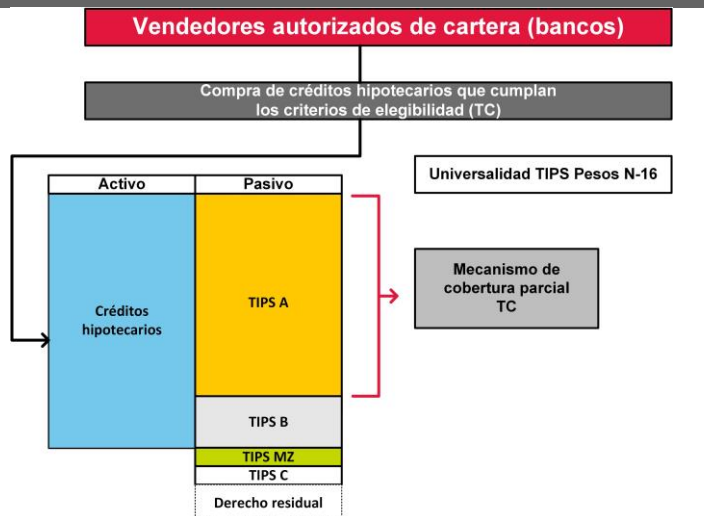
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

El activo subyacente de la universalidad Típs Pesos N-16 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 Típs Pesos N-16



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

III. PORTAFOLIO DE CARTERA TITULARIZADA

La transacción N-16 continúa mostrando una composición ligeramente más alta en créditos hipotecarios emitidos en pesos para la compra de vivienda VIS (10,55 frente a 10,25%). No consideramos que el porcentaje de VIS represente un nivel de riesgo importante debido a que es significativamente menor que el No VIS y además cuenta con un nivel mayor de maduración (*seasoning*) (6,17 años frente a 6,12 años). Incluso ante la disminución en el porcentaje de la cobertura FRECH que muestran este tipo de créditos (28,92% vs 43,4%), la reducción en el nivel promedio de LTV (54,01% frente a 61,10%).

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.

Tabla 2. Estructura de la emisión Típs Pesos N-16

	VIS	No VIS	Total
Monto	COP 39.755.238.040	COP 337.049.182.343	COP 376.804.420.383
%	10%	90%	100%
Número de créditos	1.744	4.042	5.786
%	30%	70%	100%
Beneficio FRECH*	29%	8%	10%
LTV (Original)	54%	51%	51,5%
Tasa promedio ponderada (TPP)	13%	12%	12%
Años para el vencimiento	8,6	12,4	12
Años transcurridos	6,2	2,7	3,1

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a diciembre de 2017
* Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria

Geográficamente, observamos que el portafolio mantiene una alta diversificación en comparación con otras emisiones TIPS emitidas durante 2017, factor que podría disminuir el riesgo de crédito en caso de una crisis hipotecaria en una zona específica del país. La cartera se concentra en Bogotá (26% incluyendo Soacha), Medellín (8%), Cali (6%) y Barranquilla (3%) y el porcentaje restante (57%) corresponde a créditos originados y respaldados por activos en otras ciudades, como Bucaramanga, Cartagena, Valledupar e Ibagué entre otras.

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 N-16, en el portafolio preliminar 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.
