

Titularización de Libranza TIL Pesos L-1

Titularizadora Colombiana

Informe de Calificación

Índice

Resumen de la Transacción.....	1
Factores Claves de las Calificaciones.....	1
Sensibilidad de las Calificaciones.....	2
Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información.....	2
Estructura de la Emisión.....	3
Estructura Financiera.....	4
Análisis del Colateral.....	7
Modelación del Flujo de Caja.....	11
Riesgo de Contraparte.....	12
Análisis de Desempeño.....	13
Apéndice A: Resumen de la Transacción	16

Serie	Monto Original (COP millones)	Monto Actual (COP millones)	Vencimiento Legal	Tasa de Interés (%)	Sobrecolateral (%)	Calificación ^a	Perspectiva
TIL Pesos A L-1	12.390	5.285,9	Sep 2019	7,0	38,3	AAA(col)	Estable
TIL Pesos B L-1	1.520,3	1.520,3	Sep 2020	7,2	20,6	AA-(col)	Estable
TIL Pesos B L-1	1.292,2	1.292,2	Sep 2021	7,4	5,5	A-(col)	Positiva
TIL Pesos C L-1	114	114	Sep 2021	10	4,2	BBB+(col)	Positiva
Total Emisión	15.317	8.212,49					
Saldo Cartera	15.202	8.896,87					

^a Los montos corresponden al saldo de la emisión y saldo del portafolio con corte al 17 de junio de 2017. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Resumen de la Transacción

Esta transacción representa un esquema de financiamiento estructurado mediante el cual se cedieron a la universalidad TIL Pesos L-1 créditos de libranza originados y administrados por Colsubsidio. Los créditos de libranza constituyen la fuente principal de pago de los títulos emitidos por la universalidad. Estos se otorgaron a trabajadores activos de un conjunto de entidades con las que Colsubsidio mantiene diversos convenios. Conforme a estos últimos y autorizaciones de libranza de los acreditados, la cobranza de los créditos a titularizar se realiza por descuento directo de nómina o libranza. Titularizadora Colombiana (TC) participa en la transacción como administrador maestro.

Factores Clave de las Calificaciones

Mejora Crediticia Incrementada: La mejora crediticia de los TIL Pesos L-1 es provista por la subordinación de las series B y C, y un margen financiero bruto que asciende a 745 puntos básicos (pbs). La clase sénior cuenta con un sobrecolateral (OC, por sus siglas en inglés) de 38,3% a mayo de 2017, incrementado desde 18,5% al momento de la emisión. El OC para los títulos B1 y B2 también ha incrementado debido al desapalancamiento de la transacción a 20,6% y 5,5% desde 8,5% y 0%, respectivamente. Finalmente, el OC para la serie C ha aumentado a 4,2% desde 0,75% negativo.

Protección Estructural Adecuada: La cascada de pagos propuesta en la transacción incorpora mecanismos que favorecen el pago de la serie privilegiada en eventos de mora mayor de 30 días de más de 30% y en eventos de mora mayor de 90 días (incumplimiento) de más de 20%. Asimismo, la cascada de pagos busca realizar prepagos al título A de tal manera que la cartera vigente (con mora menor a 90 días) sea igual al saldo de los títulos A+B.

Riesgo de Prepago Alto: El portafolio de Colsubsidio presenta un riesgo alto de prepago. El promedio de la tasa de prepago del portafolio de la emisión se sitúa en 22%, más alto que la expectativa inicial de 16% en un escenario 'AAA(col)'. Sin embargo, el margen financiero bruto de la transacción no se vio afectado y ha incrementado a 745 pbs desde 671 pbs al cierre de la emisión debido a las compras de créditos de libranza durante el periodo de revolvencia con tasas de interés más altas a las del portafolio inicial.

Analistas

Nicolás Torres
+571 484-6770 ext. 1720
nicolas.torres@fitchratings.com

Santiago Toro
+571 484-6770 ext. 1251
santiago.toro@fitchratings.com

Capacidad Operativa Buena del Administrador Maestro: Fitch Ratings reconoce la experiencia amplia de TC como administrador maestro, por lo que su capacidad operativa y de gestión se considera como una fortaleza para la emisión.

Capacidad de Administración Satisfactoria: La cartera es administrada por Colsubsidio, entidad que tiene un historial y experiencia extensos en la originación y administración de créditos de libranza. Fitch ve las capacidades operacionales de Colsubsidio como altamente efectivas.

Venta en Firme de los Activos: El portafolio a titularizar ha sido aislado en su totalidad del patrimonio de Colsubsidio y de TC, incluyendo todos los derechos derivados del mismo y que sirven de colateral de la transacción. Aunque el recaudo de fondos es realizado por Colsubsidio, los flujos se transfieren diariamente a las cuentas de la transacción para mitigar el riesgo de desviación.

Sensibilidad de las Calificaciones

La Perspectiva crediticia de las series A y B1 es Estable y de las series B2 y C es Positiva. Las calificaciones asignadas podrían modificarse a la baja debido a un deterioro repentino o consistente en los activos titularizados que resulte en un flujo de efectivo menor, por una disminución en las habilidades mostradas por Colsubsidio para administrar el portafolio de activos y continuar sus actividades de reporte hacia las partes de esta transacción. Asimismo, podría modificarse por desviaciones en los niveles de cartera vencida superiores a la probabilidad de incumplimiento y pérdida esperada derivada por Fitch, un marco regulatorio más restrictivo y retrasos en una proporción considerable de cobranza como resultado de riesgos operacionales inherentes al mecanismo de libranza, entre otros factores.

Participantes de la Transacción

Titularizadora Colombiana	Administrador Maestro
Colsubsidio	Originador y Administrador Primario
Fuente: TC.	

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Criterios Aplicados

Los criterios aplicables a esta transacción son “Metodología de Calificación para Emisiones de Deuda Respaldadas por Créditos al Consumo en Latinoamérica”, del 6 de julio de 2017, y “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, del 26 de mayo de 2017. Están disponibles en www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.co.

Simulación

En el proceso de análisis, Fitch utilizó su modelo de flujo de caja para simular los escenarios de estrés aplicados a la transacción y determinar la suficiencia de los mecanismos de mejora crediticia ante cambios en diferentes indicadores. El modelo se adecuó a la cascada y los mecanismos de dirección de los pagos tal como se especificaron en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

TC suministró a la agencia información de cada crédito que compone el portafolio, la cual incluyó saldo, tasa de interés, plazo restante, relación cuota ingreso y otras variables claves. La información se entregó en el formato solicitado por Fitch y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis.

Asimismo, TC proporcionó información histórica de los créditos deducibles de nómina o libranza originados por Colsubsidio. La cantidad de datos históricos disponibles alcanzó un nivel satisfactorio de robustez estadística, por lo que la calificadora estuvo en capacidad de determinar supuestos para los niveles de mora y prepagado y aplicarlos al portafolio en sus simulaciones.

Metodologías Relacionadas

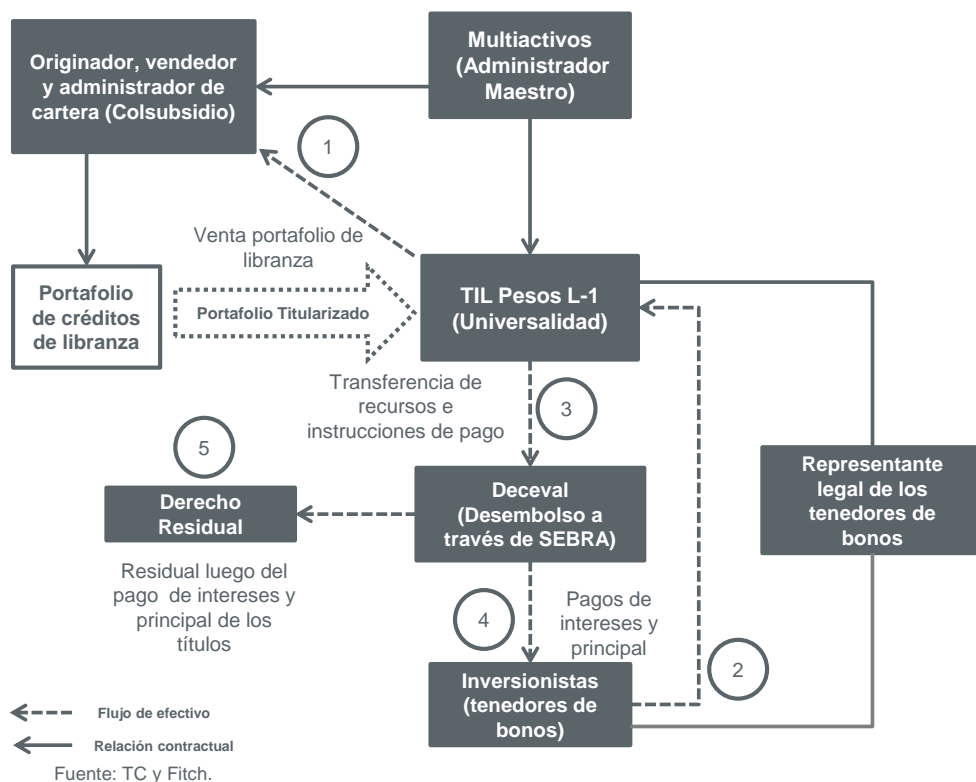
Metodología de Calificación para Emisiones de Deuda Respaldadas por Créditos al Consumo en Latinoamérica (Julio 6, 2017).

Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Mayo 26, 2017).

Estructura de la Emisión

El portafolio titularizado se compone de créditos de libranza otorgados a empleados afiliados a Colsubsidio y cuyos empleadores tienen un acuerdo de libranza vigente con la compañía. Estos créditos forman parte de una universalidad única a partir de la cual se realizó la emisión de notas respaldadas por la universalidad TIL Pesos L-1. El 17 de septiembre de 2015, TC emitió una serie de títulos privilegiada (TIL Pesos A L-1 2019) y tres subordinadas (TIL Pesos B L-1 2020, TIL Pesos B L-1 2021 y TIL Pesos C L-1 2021). Posteriormente, con el monto recaudado por la colocación de dicha emisión se procedió tanto al pago de los gastos iniciales como a la cesión y compra del portafolio titularizado.

La presente emisión se estructuró bajo la figura de las universalidades. Dada su definición en la legislación de titularizaciones de activos no hipotecarios, esta permite una separación patrimonial total de la masa de activos objetivo de la titularización, lo que otorga una protección incluso mayor ante eventos de riesgo que la que brinda un patrimonio autónomo. Asimismo, la Ley 1328 de 2009 establece un marco de reglas muy claras para realizar los procesos de titularización de activos no hipotecarios (ver el diagrama de la estructura).



Estructura Financiera

Mecanismo de Compra Revolvente

Durante los primeros 12 meses de la transacción se compraron créditos de libranza, de acuerdo con los criterios de elegibilidad de la transacción, con los flujos provenientes de pagos de intereses, capital y prepagos de la cartera. Esto es luego de cubrir gastos periódicos de la transacción, intereses y pagos de capital programados de los TIL Pesos A L-1.

Período de Amortización

Durante el período revolvente se llevó a cabo la amortización programada de 1% mensual para los TIL Pesos A L-1. Posterior al período revolvente, todos los flujos recibidos por intereses, pagos de capital y prepagos se aplican según la prelación de pagos de la transacción.

Para el título TIL A L-1 2019, los intereses se pagarán en modalidad mensual vencida con prepagos. Durante el período revolvente (12 meses), se realizaron pagos mensuales de capital de 1%. El restante 88% del capital de los TIL A L-1 2019 tiene vencimiento (*bullet*) en septiembre de 2019, con prepagos. Las series subordinadas TIL Pesos B L-1 2020, TIL Pesos B L-1 2021 y TIL Pesos C L-1 2021 son estrictamente secuenciales a la privilegiada en lo que se refiere al pago de capital. Además, para la serie TIL Pesos C L-1 2021, una vez recibido el pago total de sus intereses y capital, obtendría un pago adicional si existiesen remanentes en el flujo recaudado. El objetivo de este último pago es mantener el retorno esperado de los títulos al momento de la compra (TIR).

Dadas estas características, los títulos TIL Pesos L-1 A y B se consideran de contenido crediticio. Por otro lado, debido al pago adicional, los títulos TIL Pesos C L-1 se clasifican como de contenido mixto. El alcance de las calificaciones asignadas por Fitch se limita a las obligaciones de pago puntual de intereses y de capital para la serie privilegiada, así como de pago final de intereses y de capital para las series subordinadas.

Prelación de Pagos

En cada fecha de liquidación mensual, se dará lugar a la prelación de pagos en el siguiente orden:

1. gastos periódicos y administrativos de la emisión;
2. pago de intereses y capital programado a los títulos TIL Pesos A;
3. provisión para la compra de créditos durante el período revolvente;
4. pago anticipado a los títulos A, de manera que la cartera vigente (con mora menor a 90 días) sea igual a la suma del saldo de los títulos A y B;
5. pago de intereses y principal utilizado del mecanismo de cobertura parcial otorgado por TC;
6. en los casos en que se presenten las causales de suspensión, pagos de capital anticipado de TIL Pesos A L-1 2019 hasta que el saldo de capital se reduzca a cero;
7. pago de intereses de los TIL Pesos B L-1 2020;
8. en los casos en que se presenten las causales de suspensión, pagos de capital anticipado de TIL Pesos B L-1 2020 hasta que el saldo de capital se reduzca a cero;
9. pago de intereses de los TIL Pesos B L-1 2021;
10. en los casos en que se presenten las causales de suspensión, pagos de capital anticipado de TIL Pesos B L-1 2021 hasta que el saldo de capital se reduzca a cero;
11. pago de intereses de los TIL Pesos C L-1 2021;
12. pago de capital anticipado de TIL Pesos A L-1 2019 hasta que el saldo de capital se reduzca a cero;
13. pago de capital anticipado de TIL Pesos B L-1 2020 hasta que el saldo de capital se reduzca a cero;
14. pago de capital anticipado de TIL Pesos B L-1 2021 hasta que el saldo de capital se reduzca a cero;
15. pago de capital anticipado de TIL Pesos C L-1 2021 hasta que el saldo de capital se reduzca a cero;
16. pago adicional a los TIL Pesos C L-1 2021;
17. pagos por concepto de residuos.

Suspensión de Pagos

La cascada de pagos propuesta en la transacción incorpora mecanismos que favorecen el pago de la serie privilegiada. Durante el período revolvente, este tendrá prioridad sobre el pago de los intereses y capital de las series subordinadas en eventos de mora mayor de 30 días de más de 10% y de mora mayor a 90 días (incumplimiento) de más de 5%, mientras que en el período de amortización será en caso de mora mayor de 30 días de más de 30% y de mora mayor a 90 días (incumplimiento) de más de 20%. Asimismo, la cascada de pagos busca realizar prepagos al título

A de manera que la cartera vigente (con mora menor a 90 días) sea igual a la suma del saldo de los títulos A y B.

Fitch considera que la amortización anticipada por suspensión de pagos, junto con los criterios de elegibilidad y mejora crediticia disponible, mitigan adecuadamente el riesgo añadido durante el período de compra revolving.

Mecanismos de Mejora Crediticia

La mejora crediticia de los TIL Pesos L-1 es provista por la subordinación de las series B y C, y un margen financiero bruto (*gross excess spread*) que asciende a 745 pbs. La clase sénior cuenta con un OC de 38,3% a mayo de 2017, incrementado desde 18,5% al momento de la emisión. El OC para los títulos B1 y B2 también ha aumentado debido al des apalancamiento de la transacción a 20,6% y 5,5% desde 8,5% y 0%, respectivamente. Finalmente, el OC para la serie C ha incrementado a 4,2% desde 0,75% negativo.

Los factores anteriores se combinan con los mecanismos de redirección de los flujos de caja, tales como el ajuste de balance de capital requerido y los causales de suspensión, que buscan que la cartera vigente cubra en todo momento el saldo de los títulos A y B. A su vez, estos mecanismos permiten priorizar el pago de la serie privilegiada ante incrementos significativos en los niveles de mora e incumplimiento de 30 y 90 días, respectivamente. Para ello, la transacción cuenta con un mecanismo de ajuste, cuya finalidad es que el nivel de OC para los títulos B sea mínimo 0%.

Criterios de Elegibilidad de la Transacción

Todos los créditos adquiridos al inicio o durante el período revolving se dieron de acuerdo con los criterios de elegibilidad. Colsubsidio (originador y vendedor) declara y garantiza el cumplimiento de los préstamos vendidos con los criterios de elegibilidad. Los criterios estipulan, entre otros, los siguientes aspectos.

- Todos los préstamos deben cumplir con las condiciones estipuladas en la ley, específicamente la Ley 1527 de 2012, los reglamentos de la Superintendencia del Subsidio Familiar y la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Solo podrán incluirse compras de cartera a otras entidades cuando el proceso de adquisición de dichos portafolios incluya una gestión de evaluación individual del deudor, crédito a crédito, por parte de Colsubsidio. Esta última cuenta con los mismos estándares de evaluación inherentes al proceso de originación de solicitudes individuales de crédito.
- Créditos clasificados en la categoría de consumo por la Superintendencia del Subsidio Familiar.
- Los préstamos no deben tener como fin la adquisición de vivienda.
- No se admiten préstamos con un mecanismo de cobranza distinto a libranza.
- Los pagos de cuotas deben ser en forma quincenal o mensual.
- Todos los créditos deben ser concedidos a personas naturales.
- Todos los préstamos deben mantener una tasa de interés fija durante toda su vigencia, estar denominados en pesos colombianos, tener plazos fijos y pago mensual, así como un seguro de vida y pagaré con carta de instrucciones.
- El área de residencia del deudor tiene que ser en las regiones donde Colsubsidio pueda ejecutar acciones legales.
- Los deudores con contrato a término indefinido deben reunir mínimo seis meses de labores en la empresa actual; al menos 3 años para deudores con contratos a término fijo.
- La deuda total del deudor tiene que ser menor a 18 veces (x) su salario y su salario no debe ser menor a un salario mínimo legal vigente.
- Mínimo 99% de la cartera debe tener una calificación en centrales de riesgo de A y máximo de 1% de B.
- Los deudores pueden registrar como máximo un informe de 60 días de mora en el último año.
- Los préstamos requieren un saldo mínimo de COP1 millón y máximo de COP150 millones.

- Los préstamos deben tener un plazo restante mínimo de seis meses y máximo 60 meses.
- Los préstamos deben tener mínimo dos meses desde el momento de originación.
- Los préstamos bajo términos especiales derivados de algún proceso de reestructuración o susceptibles de cambios en sus términos iniciales son inelegibles.
- Los préstamos cuyo deudor haya iniciado un proceso judicial de cualquier clase contra Colsubsidio son inelegibles.
- Todas las entidades empleadoras deben tener un convenio o acuerdo vigente de libranza o descuento de nómina con Colsubsidio.
- Las entidades pagadoras no deben estar reportadas en ninguna agencia de información comercial con calificación inferior a B.
- El 90% de entidades pagadoras con un indicador de cartera en mora de más de 60 días no debe superar 7% en el mismo indicador en los últimos seis meses, considerando cartera Ex Libranza y castigos.
- Las entidades pagadoras correspondientes a un préstamo no deben superar los 30 días de mora en el pago de sus aportes de afiliación a Colsubsidio.
- Préstamos con autorización de descuento de nómina en cabeza de un pagador donde el convenio, acuerdo o procedimiento de descuento haya sido suspendido o bloqueado durante el último año por Colsubsidio a causa de altos niveles de morosidad o problemas de índole operativo que afecten el procedimiento de descuento de nómina serán inelegibles.
- Ninguna entidad pagadora debe estar incurso en procesos de reorganización empresarial, insolvencia o liquidación administrativa.
- El portafolio puede registrar una concentración máxima por entidad de 20%.
- Los préstamos titularizados dentro de un acuerdo de libranza no deben superar 70% del total de préstamos en el mismo acuerdo.
- Los acuerdos de libranza firmados con Colsubsidio deben acumular como mínimo tres meses.

Criterio de Elegibilidad Durante el Período Revolvente

Para los préstamos que se adquieren durante el período revolvente aplicaron los mismos criterios de elegibilidad, teniendo en cuenta las siguientes restricciones adicionales.

- El promedio ponderado de la tasa interés de los créditos que se compran cada mes debe ser mayor o igual al promedio ponderado de la tasa de interés de la cartera inicial de la transacción.
- El promedio ponderado del plazo restante de los préstamos que se compran cada mes debe equivaler al promedio ponderado del plazo restante de la cartera inicial con un límite inferior o superior de seis meses.

El criterio de elegibilidad permite un cambio de cartera moderado en las características iniciales de los préstamos y de la cartera. Sin embargo, no son o pueden ser determinadas por este criterio. Fitch considera que el criterio de elegibilidad para el período revolvente, junto con los eventos de amortización anticipada, son suficientes para evaluar el riesgo adicional asociado al mismo.

Análisis del Colateral

El portafolio que se analizó al 31 de mayo de 2017 estaba compuesto por 1.675 créditos de libranza denominados en pesos, en el que la concentración de los 10 deudores mayores es de aproximadamente 6,3% y de las 10 entidades pagadoras principales 51,12%. Asimismo, el promedio ponderado de la tasa de interés de la cartera pasó de 13,78% a 14,59% desde el momento de la emisión a junio de 2017. Fitch considera que las características del portafolio titularizado se encuentran alineados con la estructura de la transacción y resultan suficientes para las acciones de calificación tomadas.

Características del Portafolio	
No. de Créditos (#)	1675
Saldo Cartera (COP)	8.896.870.829,02
PP Plazo Restante (meses)	28,8
PP Edad (meses)	27,9
PP Tasa de Interés (%)	14,58%

pp: promedio ponderado.
Fuente: TC y Fitch.

Estratificación de la Cartera

Concentración por Entidad Pagadora – TOP 10

Nombre/Razón Social	Saldo Actual (COP)	Tipo de Entidad	Participación del Saldo Total (%)
Colsubsidio	1.392.197.266,33	Privada	15,65
Universidad de los Andes	1.049.700.308,86	Privada	11,80
Protela S.A.	704.986.070,35	Privada	7,92
Proquinal S.A.	261.271.939,99	Privada	2,94
Firmenich S.A.	225.108.228,77	Privada	2,53
Quad Graphics	220.829.262,00	Privada	2,48
BASF Química Colombiana S.A.	203.253.205,80	Privada	2,28
Yanbal de Colombia S.A.	184.070.763,46	Privada	2,07
Exxon Mobil de Colombia S.A.	165.332.014,35	Privada	1,86
Sodimac Colombia S.A.	141.045.539,95	Privada	1,59
Total	4.548.080.357,79		51,12

Fuente: Colsubsidio y TC.

Tipo de Contrato Laboral

Tipo	Saldo Actual (COP)	Participación del Saldo Actual (%)
Término Indefinido	7.407.588.451,04	83,26
Termino Fijo	1.489.282.377,98	16,74
Total	8.896.870.829,02	100

Fuente: Colsubsidio y TC.

Análisis de Crédito de la Cartera

Riesgo de Incumplimiento

Fitch realizó un análisis de cosechas a partir de la información de originación histórica de Colsubsidio para determinar el nivel de incumplimiento para el caso base del portafolio total y la severidad de la pérdida asociada. Para ello, la agencia contempló los niveles de distribución de la mora, tipo de empleo, niveles históricos de prepago, calidad del originador y administrador de los créditos y edad de los créditos.

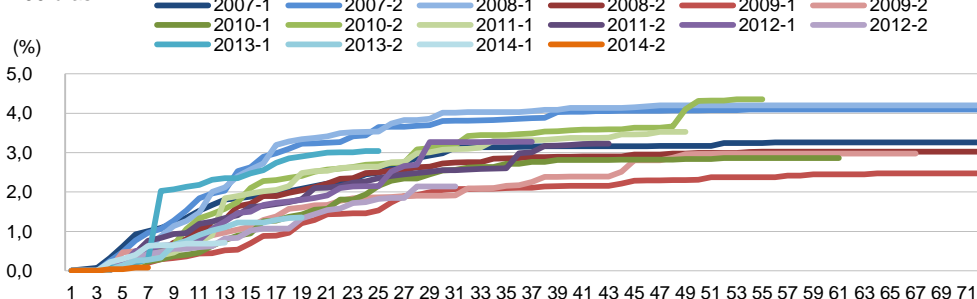
La revisión que Fitch realiza de los datos de desempeño de un originador y la derivación de una aproximación para las pérdidas, es decir, la proyección de pérdidas para una cartera de préstamos, constituyen los componentes principales del análisis crediticio de una titularización. La obtención de una aproximación del escenario base para los incumplimientos comienza con el examen y la extrapolación de los datos de pérdidas estáticas históricas de Colsubsidio con base semestral.

Para determinar la altura de mora en la que se presenta el incumplimiento, el análisis de cosechas originadas desde 2007 hasta 2014 se dividió en alturas de mora con y sin recuperaciones de más de 30, 60, 90, 120 y 180 días. Se encontró que la migración de cartera es mínima después de los 90 días de mora, por lo que se estableció esta altura como el punto de partida para definir el nivel de incumplimiento y estimación de pérdidas para el caso base de la cartera originada por Colsubsidio.

Histórico Mora sin Recuperaciones

Cartera de Libranza Colsubsidio

>90 días



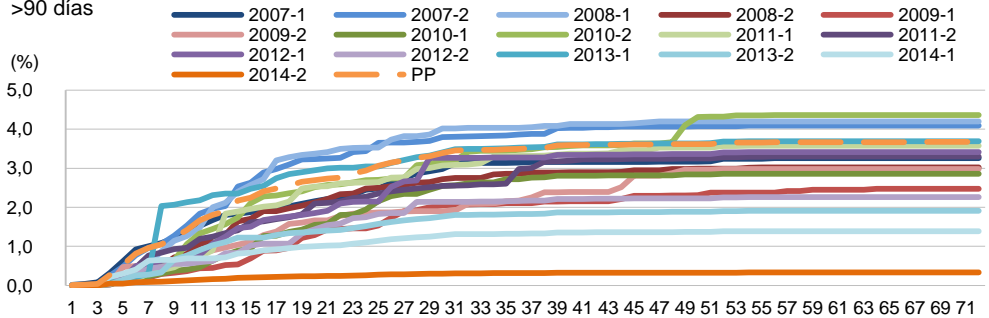
Fuente: Multiactivos y Colsubsidio.

Fitch extrapoló las cosechas semestrales de cartera estática de Colsubsidio ajustando el promedio ponderado de los incumplimientos con el fin de reflejar las expectativas macroeconómicas en el corto plazo para Colombia del grupo de soberanos de la agencia. Estas incluyen tasas de desempleo y de interés, inflación, entre otros aspectos. Las cosechas consistentes con los resultados observados en las más antiguas (2007, 2008 y 2009) en tiempos de crisis económica y financiera mundial. En el siguiente gráfico se muestran los resultados de las extrapolaciones, dando mayor ponderación a las cosechas más antiguas.

Histórico Mora sin Recuperaciones - Cosechas Extrapoladas

Cartera de Libranza Colsubsidio

>90 días



Fuente: Multiactivos, Fitch y Colsubsidio.

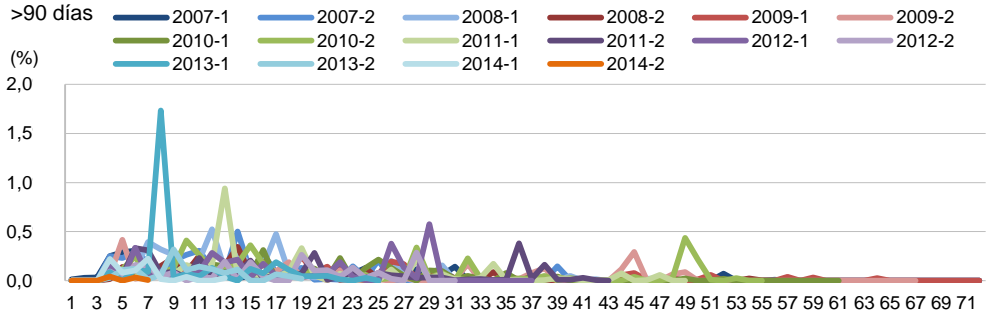
De las extrapolaciones se deriva la estimación base de pérdida bruta de 3,7%. Los múltiplos de estrés para cada categoría de calificación se aplican a las pérdidas brutas, es decir, aquellas incurridas antes de considerar las recuperaciones. Teniendo en cuenta la calidad alta del activo subyacente de la transacción, la agencia aplica el rango bajo del múltiplo para la categoría AAA en escala nacional de 4,5x, lo cual resulta en un nivel de incumplimiento o pérdida bruta de 16,65% para la máxima categoría de calificación otorgada por Fitch.

Para derivar el caso base de pérdidas netas, la calificadora reconoce los esfuerzos y eficiencia de administración y cobranza de Colsubsidio, dado que muestra una tendencia de recuperación constante. Como se observa en el siguiente gráfico, créditos clasificados en incumplimiento vuelven a estar al día gracias a un esfuerzo consistente de cobranza.

Histórico Mora con Recuperaciones

Cartera de Libranza Colsubsidio

>90 días



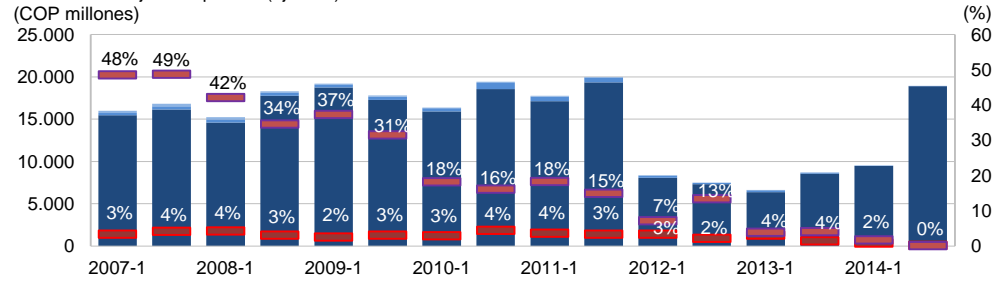
Fuente: Multiactivos y Colsubsidio.

El gráfico siguiente muestra que los niveles de recuperación de cartera para las cosechas más maduras son superiores a 30%. Esto es consistente con los niveles de mora de más de 180 días de las cosechas analizadas.

Recuperaciones Acumuladas por Cosecha

Cartera de Libranza Colsubsidio

■ Monto Originado (A) (eje izq.)
 ■ Recuperaciones Acumuladas (eje izq.)
 ■ Porcentaje Recuperado (eje der.)
 ■ Mora sin Recuperaciones >90 días (B) (eje izq.)
 ■ (A)/(B) (eje der.)



Fuente: Multiactivos, Colsubsidio y Fitch.

Con el fin de mantener una coherencia en los escenarios de estrés con respecto a las recuperaciones, Fitch determinó distintos niveles de recuperaciones considerando las recuperaciones en las categorías bajas de calificación. Este supuesto reflejó que, en escenarios de estrés económico generalizado, los niveles de recuperaciones serían mínimos o inexistentes. Luego de considerar una recuperación de 37%, la pérdida neta para el caso base es de 2,33% con un múltiplo de 7,1x para la categoría AAA. La siguiente tabla resume las pérdidas brutas y netas para cada categoría de calificación.

Estimación de Pérdidas por Categoría de Calificación

Categoría	Múltiplo (x)	Pérdida Bruta (%)	Tasa de Recuperación (%)	Pérdida Neta (%)
AAA	4,5	16,65	0	16,65
AA	3,5	12,95	0	12,95
A	2,5	9,25	9	8,42
BBB	2,0	7,4	19	5,99
BB	1,3	4,62	28	3,33
B	1,0	3,7	37	2,33

x: veces.

Fuente: Fitch.

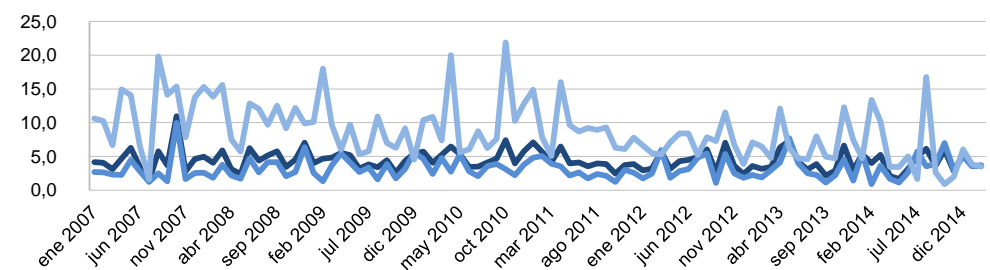
Prepagos

Para la agencia, el diferencial de tasa es un buen indicador del incentivo de prepago que podría tener un deudor que obtuviese una tasa mejor del mercado financiero. Asimismo, la capacidad de hacer abonos extraordinarios depende del ingreso del deudor. Fitch revisó los datos dinámicos de prepago históricos (datos mensuales disponibles desde enero 2007 a enero 2015) disponibles al momento de la emisión.

Prepago Histórico

Cartera de Libranza Colsubsidio

(Tasa de prepago condicional, %)



Fuente: Multiactivos y Colsubsidio.

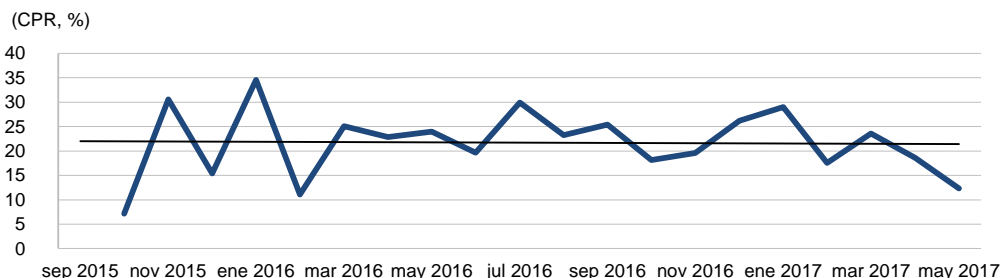
Para el análisis, Fitch consideró los créditos que Colsubsidio denomina como Ex Libranza. Estos son aquellos originados como créditos de libranza pero que, por renuncia o despido del trabajador, dejaron de ser favorecidos por el mecanismo de descuento directo de nómina y se convirtieron en

créditos de consumo regulares, quedando expuestos a la voluntad de pago de cada deudor. La agencia realiza esta discriminación para analizar los diferentes escenarios en los que la cartera podría ser afectada por una compresión del diferencial de tasa activa-pasiva a través de un incremento en los niveles de prepago.

Los niveles más altos de prepago para Ex Libranza son causados por los despidos en los que los trabajadores reciben una indemnización por la extinción del contrato de trabajo, lo que permite flujos de efectivo más altos. Históricamente, un promedio de 15% de los créditos de libranza se ha convertido en Ex Libranza. Aunque esto representa un riesgo, dado que expone la recolección de flujos a la disposición y voluntad de pago, la calificadora reconoce los esfuerzos y eficiencia en la administración de cartera de Colsubsidio que han mitigando parcialmente este riesgo para una porción del portafolio.

El prepago promedio de la cartera titularizada muestra un promedio de 22%, más alto que el promedio histórico analizado para de la cartera total de Colsubsidio. De acuerdo con el originador, la mayor porción de los prepagos es explicada por compras de cartera por parte de otras entidades.

Prepago Histórico Cartera Titularizada



CPR: Tasa de Prepago Condicional, siglas en inglés.
Fuente: TC.

Modelación del Flujo de Caja

Niveles de Prepago

Para modelar los niveles de prepago asociados a portafolios denominados en pesos, Fitch considera diversos factores. Estos se encuentran la diferencia entre la tasa de interés promedio del mercado y la tasa de interés promedio que pagan los deudores, el margen financiero de la estructura y el tiempo de vida de los créditos del portafolio.

La agencia analiza escenarios de prepago altos y bajos con el fin de reflejar casos en que los deudores busquen refinanciamiento a costos menores o exista un alza en las tasas de interés de mercado que pueda reducir los niveles de prepago. En ambos casos, a causar del diferencial de tasas o una disminución de la tasa de desapalancamiento de las notas, la estructura podría verse expuesta a incumplimiento o iliquidez.

Fitch probó la capacidad de resistencia de la estructura a los diferentes supuestos de prepago (bajo y alto), con el supuesto de que la amortización anticipada sería impulsor principal del proceso de reducción del apalancamiento de las notas.

Niveles de Prepagos

Escenario	Prepagos Altos (%)	Prepagos Bajos (%)	Múltiplo Prepagos Altos (x)	Múltiplo Prepagos Bajos (x)
Caso Base	20	20	No aplicable	No aplicable
B	20	20	1	1
AAA	40	10	2	0,5

x: veces.
Fuente: Fitch.

Supuesto de Gastos

La agencia ajustó sus supuestos de gastos tanto fijos como variables con base en la información entregada por TC. Estos se adecuaron a las condiciones contractuales de cada emisión y se proyectaron en el modelo de flujo de caja.

Nivel y Distribución del Incumplimiento

Con base en los datos estáticos históricos de incumplimiento, Fitch puso a prueba la capacidad de resistencia de la estructura a los diferentes supuestos de tiempos de ocurrencia del incumplimiento: al inicio, de manera uniforme o al final.

Según los escenarios evaluados, los resultados del modelo del flujo de caja mostraron el pago oportuno de los TIL Pesos A L-1 2019 y que soporta más de 7,1x el incumplimiento base, cobertura suficiente para una categoría AAA(col). En opinión de la agencia, las mejoras crediticias, en forma de OC y margen financiero, permitirían a la transacción tener una expectativa más baja de riesgo de incumplimiento de intereses y principal de los TIL Pesos L-1 en caso de que el nivel de pérdida neta acumulada de los créditos a titularizar fuera de hasta 16,65%.

Dicho caso base de pérdidas esperadas sobre el portafolio considera las características menos favorables que podría presentar este portafolio. Lo anterior sucedería en virtud de los criterios de elegibilidad establecidos, la amortización prevista del portafolio inicial seleccionado, el portafolio incorporado durante el período revolvente y el desempeño histórico observado y analizado por Fitch con base en información provista por TC. El múltiplo mencionado es aplicable a escenarios de estrés apropiados para una calificación de AAA(col).

Según los resultados obtenidos por Fitch, se generarán los flujos de caja suficientes de acuerdo con cada escenario de calificación para realizar el pago oportuno de los intereses y del principal a los títulos de clase A, clase B y clase C antes de la fecha de vencimiento, de acuerdo con los documentos de la transacción.

Escenarios Evaluados

La calificadora analizó diferentes combinaciones de supuestos para determinar qué factores afectaban más la calificación. También fue para especificar la resistencia de los mecanismos de cobertura a incrementos o reducciones en los niveles de prepago e incumplimiento.

De acuerdo con el análisis realizado con base en los múltiples escenarios y al tener en cuenta los factores clave de las calificaciones, Fitch determinó que cada una de las series soporta los niveles de estrés requeridos para cada una de las calificaciones otorgadas.

Riesgo de Contraparte

Administración de Cartera

La entidad encargada de la administración de la cartera de créditos será Colsubsidio. Si quiebra, el mecanismo de deducción de nómina no debe ser interrumpido. En este caso, como administrador maestro de la transacción, TC reemplazará a Colsubsidio con un sustituto que cumpla con sus estándares operacionales y esté inscrito en el Registro Único de Operadores de Libranza (Runeol). Colsubsidio tendría que notificar a todas las entidades o empresas pagadoras y a los deudores sobre la sustitución e identificar al administrador sustituto, únicamente para créditos relacionados con la transacción. Para Fitch, es de suma importancia que no se interrumpa el mecanismo de deducción de nómina o libranza. La agencia reconoce el marco legal en el que se estructuró la transacción como una ventaja, especialmente en lo referente a las leyes 1527 de 2012 y 1329 de 2009, así como a las garantías legales otorgadas por la ley a la figura de las universalidades.

Resultados del Modelo de Incumplimiento

Serie	Calificación	PD (%)
A 2019	AAA(col)	16,65
B 2020	AA-(col)	11,43
B 2021	A-(col)	7,60
C 2021	BBB+(col)	6,82

PD: Probabilidad de Incumplimiento;
probability of default.

Fuente: Fitch.

Asimismo, TC podría asumir el rol de administrador de la cartera en última instancia al estar registrado en el Runeol y contar con información suficiente sobre la cartera titularizada. Lo anterior es dado que recibe información mensual sobre los préstamos por ser el administrador maestro.

Dado que TC actúa como emisor y agente de manejo de la titularización, la capacidad operativa y administrativa de esta entidad constituye un aspecto fundamental de los fundamentos de las calificaciones. Fitch ha realizado visitas técnicas a TC y reconoce la experiencia amplia y el conocimiento del mercado crediticio de dicha entidad, junto con el soporte técnico especializado y el desarrollo de programas propios que, a criterio de la calificadora, le permiten cumplir cabalmente con su labor como emisor y agente de manejo de la titularización. Por su parte Colsubsidio, entidad autorizada y encargada por TC para administrar la cartera a titularizar, cuenta con una experiencia sólida en la administración de créditos de libranza.

En opinión de la agencia, las diferentes disposiciones de la transacción mitigan adecuadamente el riesgo de interrupción de servicio, de acuerdo con el criterio que utiliza Fitch para evaluar este aspecto.

Riesgo de Desviación de Fondos

El portafolio a titularizar ha sido aislado en su totalidad del patrimonio de Colsubsidio y de TC, incluyendo todos los derechos derivados del mismo y que servirán de colateral de la transacción. Aunque las colecciones de fondos son hechas por Colsubsidio, estos flujos se transferirán diariamente a las cuentas de la transacción para mitigar el riesgo de desviación.

En ningún caso la cartera titularizada podrá ser restituida al patrimonio de TC o de Colsubsidio. Como consecuencia del aislamiento de los activos, los préstamos titularizados no pueden ser afectados por o incluidos en ningún proceso de liquidación de las entidades asociadas.

La cartera servirá exclusivamente para pagar los derechos de los tenedores de bonos y cualquier parte asociada que tenga derechos sobre la universalidad TIL Pesos L-1.

Análisis de Desempeño

El análisis permanente del desempeño de las transacciones es parte esencial del proceso de calificación de Fitch. Reportes comprensibles, claros y actualizados para cada transacción son claves para determinar el rendimiento actual y formar una visión adecuada del perfil crediticio. El proceso de supervisión de la agencia se divide en dos partes: la revisión permanente de la información recibida periódicamente y una revisión completa en cada comité anual. En situaciones en las que la información relevante no sea suficiente, a criterio de la agencia, se tomarán supuestos conservadores en el análisis de una transacción vigente. En los casos en los que la calificadora considere que la información recibida no satisface las necesidades de robustez y completitud, las calificaciones se retirarán.

Información Importante

Para evitar dudas, en su análisis crediticio, Fitch se basa en opiniones legales o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como la agencia siempre ha dejado claro, esta no provee asesoramiento legal o impositivo ni confirma que las opiniones legales o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad, al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva o de estructuración de Fitch y no debe ser utilizado ni interpretado como tal. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".