

Reporte de calificación

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-13

Comité Técnico: 28 de noviembre de 2016
Acta número: 1057

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

Luisa Fernanda Higuera Joseph
luisa.higuera@spglobal.com

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-13

REVISIÓN EXTRAORDINARIA		
Tips Pesos A N-13	Tips Pesos B1-2030 N-13	Tips Pesos B2-2031 N-13
'AAA'	'A-'	'BBB'

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos:	Tips Pesos A N-13 de contenido crediticio Tips Pesos B1 - 2030 N-13 de contenido crediticio Tips Pesos B2 - 2031 N-13 de contenido mixto
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-13
Monto emisión:	Tips Pesos A N-13 COP 314.184.519.378 Tips Pesos B1- 2030 N-13 COP 31.771.468.252 Tips Pesos B2- 2031 N-13 COP 7.060.326.278 Total COP 353.016.313.908
Fecha de emisión:	Noviembre de 2016
Series y plazo:	Tips Pesos A 2026; 120 meses Tips Pesos B1 - 2030; 168 meses Tips Pesos B2 - 2031; 180 meses
Tasa facial máxima:	Tips Pesos A N-13: Tasa Facial Final TIPS A Tips Pesos B1- 2030 N-13: $\text{Min}\{10,00\%; 9,15\% + 3,5 \times [8,8\% - (\text{Tasa Resultante de la Subasta TIPS A})]\} + 3,5 \times \text{Max}\{0; 8,4\% - (\text{Tasa Resultante de la Subasta TIPS A})\}$ Tips Pesos B2- 2031 N-13: 11,00%
Pago de intereses:	Tips Pesos A N-13: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B1-2030 N-13: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos B2-2031 N-13: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente:	Universalidad TIPS PESOS N-13 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. Banco Davivienda S.A.
Administradores de la cartera:	BCS 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-13, de 'A-' de los Tips Pesos B1-2030 N-13, y de 'BBB' de los Tips Pesos B2-2031 N-13.

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 nueva revisión extraordinaria debido a una disminución de 20% en el monto de emisión total frente al que se presentó en la calificación inicial (\$440.083.083.303 peso colombianos - COP), y al alza de las tasas de colocación estimadas para las series A y B-1. Pese a ver una disminución en los niveles de diferencial (*spread*), consideramos que tanto la estructura de la transacción como el hecho que a todas las series las respalde el colateral, permiten que bajo la nueva composición del portafolio se mantengan los fundamentos de la calificación inicial. Por lo tanto, confirmamos las calificaciones asignadas el 13 de octubre de 2016.

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las clases de la transacción Tips N-13 con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada una podría mantener sin incumplir a los tenedores de los títulos. Este análisis evidenció que la capacidad de la estructura para resistir escenarios extremos de tensión continúa siendo alta para la serie 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, según el análisis de cosechas sin recuperación entregado por Titularizadora Colombiana.

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-13, estas características son consistentes con la cartera arquetipo que BRC ha definido como referencia para las transacciones que se respaldan en créditos hipotecarios.

Para esta transacción, 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, B1-2030 y B2-2031 (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 89% 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-13 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 N. 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 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-13. 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 N-13 cuentan con niveles de cobertura superiores a los que generalmente se observaban en calificaciones iniciales de otras transacciones Tips N. Esto refleja una cobertura con colateral de al menos 100% que permite mitigar el riesgo de prepago frente a las series subordinadas que tradicionalmente estaban estructuradas con base en el excedente de intereses (*excess spread*, diferencia entre la tasa de cartera y la tasa de emisión más gastos).

II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con tres clases de títulos:

- Tips A N-13: 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 B1-2030 N-13: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 168 meses.
- Tips B2-2031 N-13: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips B1- 2030 con un plazo de 180 meses

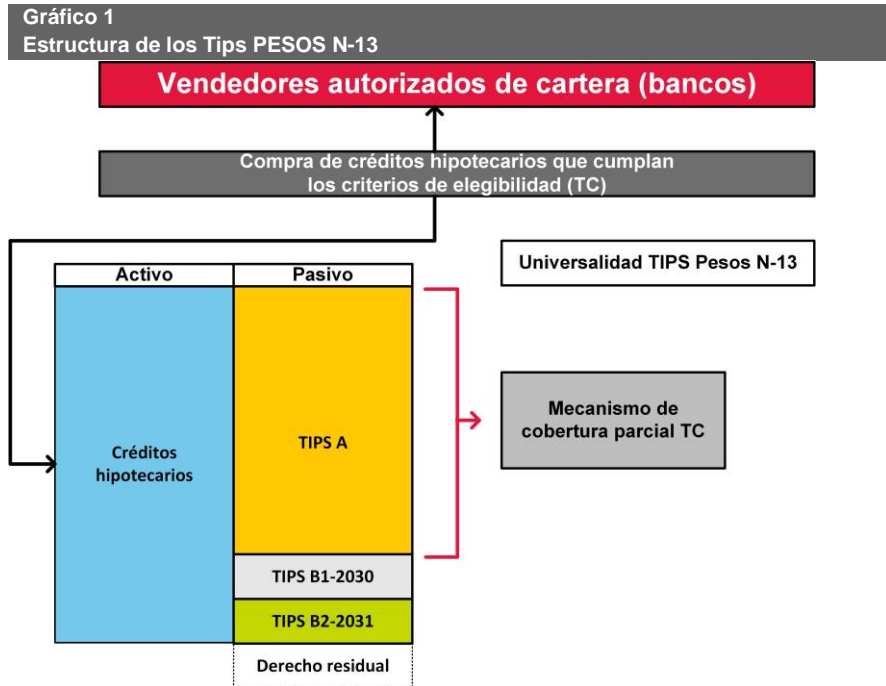
Tabla 1. Estructura de la emisión TIPS N-13

	Serie	Tasa facial	Valor títulos Pesos*	Participación portafolio
Tips A N-13	A	Tasa facial final TIPS A	314.184.519.378	89%
Tips B1-2030 N-13	B1 - 2030	Tasa facial final TIPS B1 2030	31.771.468.252	9%
Tips B2-2031 N-13	B2 - 2031	11,00%	7.060.326.278	2%
Total			353.016.313.908	100%

*Nota: Los valores que se observen en la fecha de emisión podrán presentar cambios respecto a los registrados en la Tabla 1 debido a que las carteras de créditos hipotecarios son dinámicas. No obstante, la participación del portafolio de créditos, en la fecha de colocación, deberá ser igual al que muestra dicha columna de la tabla.
Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a noviembre de 2016

El activo subyacente de la universalidad TIPS N-13 lo conforman los créditos hipotecarios VIS y No VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos de la siguiente manera:

- Los derivados de los prepagos.
- La recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate.
- Las ventas de bienes recibidos en dación de pago (BRP).
- Los recaudos por remates a favor de terceros de garantías hipotecarias.
- Los saldos a favor en procesos de sustitución de créditos.
- Los pagos recibidos por concepto de recompra.
- Los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos.
- Los derechos sobre los seguros.
- Los activos o derechos derivados o relacionados con el contrato de mecanismo de cobertura parcial.
- Cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

III. PORTAFOLIO DE CARTERA A TITULARIZAR

El nuevo portafolio de la transacción N-13 presenta menos créditos hipotecarios en pesos para la compra de VIS (14% frente a 23% en calificación inicial). Consideramos que el nivel de VIS no representa un nivel de riesgo significativo para la transacción, dado que casi 40% del monto que representan estos créditos cuenta con cobertura FRECH (Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria), los niveles de LTV son bajos (36%) y su nivel de maduración es alto en comparación con los créditos no VIS (6.4 años).

La cobertura FRECH sobre la tasa de interés de los préstamos hipotecarios incentiva el buen comportamiento del deudor, ya que este pierde el subsidio si sus pagos al préstamo presentan mora por más de tres meses consecutivos; además, no permite renegociar la tasa de interés de los créditos beneficiarios.

Tabla 2. Estructura de la emisión Tips N-13

	VIS	No VIS	Total
Monto	48.445.303.752	304.571.010.156	353.016.313.908
%	14%	86%	100%
Número de créditos	2.237	3.762	5.999
%	37%	63%	100%
FRECH	37%	6%	11%
LTV	33%	49%	46%
TPP (tasa promedio ponderada)	14%	12%	12%
Años para el vencimiento	8,28	13,24	12,56
Años transcurridos	6,4	2,0	2,6

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

Observamos que ahora la cartera está más concentrada en inmuebles ubicados en la ciudad de Bogotá (60% frente a 47% en la calificación inicial). Sin embargo esto no representa un riesgo dado que son zonas de alta diversificación económica. A estas les sigue Cali (6%) Medellín (3%), y el porcentaje restante está en 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 Pesos N-13, 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.
