

Reporte de calificación

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-18

Comité Técnico: 25 de febrero de 2021
Acta número: 1884

Contactos:
Lina Vélez Ramírez
lina.velez@spglobal.com

Luisa Fernanda Higuera Joseph
luisa.higuera@spglobal.com

ÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS PESOS N-18

REVISIÓN PERIÓDICA					
Serie	Tips Pesos A 2024 N-18	Tips Pesos A 2034 N-18	Tips Pesos B 2034 N-18	Tips Pesos Mz 2034 N-18	Tips Pesos C 2034 N-18
Calificación	AAA	AAA	A	BB+ / Rev. Esp. Neg	BB- / Rev. Esp. Neg

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Títulos	Tips Pesos A 2024 N-18 de contenido crediticio Tips Pesos A 2034 N-18 de contenido crediticio Tips Pesos B 2034 N-18 de contenido crediticio Tips Pesos Mz 2034 N-18 de contenido crediticio Tips Pesos C 2034 N-18 de contenido mixto
Emisor	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad Tips Pesos N-18
Monto de la emisión	Tips Pesos A 2024 N-18 Pesos 110.580.700.000 Tips Pesos A 2034 N-18 Pesos 205.364.300.000 Tips Pesos B 2034 N-18 Pesos 41.055.000.000 Tips Pesos Mz 2034 N-18 Pesos 1.785.000.000 Tips Pesos C 2034 N-18 Pesos 1.785.000.000 Total Pesos 360.570.000.000
Fecha de emisión	Marzo de 2019
Series y plazo	Tips Pesos A 2024 N-18; 60 meses con vencimiento en 2024 Tips Pesos A 2034 N-18; 180 meses con vencimiento en 2034 Tips Pesos B 2034 N-18; 180 meses con vencimiento en 2034 Tips Pesos Mz 2034 N-18; 180 meses con vencimiento en 2034 Tips Pesos C 2034 N-18; 180 meses con vencimiento en 2034
Tasa facial máxima	Tips Pesos A 2024 N-18: 5,65% Tips Pesos A 2034 N-18: 6,83% Tips Pesos B 2034 N-18: 10,50% Tips Pesos Mz 2034 N-18: 12,50% Tips Pesos C 2034 N-18: 16,00%
Pago de intereses	Tips Pesos A 2024 y Tips A 2034 N-18: Mes vencido. <i>Timely Payment Basis</i> . (Capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips Pesos B 2034 N-18: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos Mz 2034 N-18: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Pesos C 2034 N-18: Mes vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> . (Capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente	Universalidad Tips Pesos N-18 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.
Administradores de la cartera	Bancolombia S.A. Banco Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura parcial	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de los tenedores	Renta 4 Global
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 confirmó en revisión periódica las calificaciones de deuda de largo plazo de AAA de los Tips A2024 N-18, de AAA de los Tips A2034 N-18, de A de los Tips B N-18 y de BB+ de los Tips Mz N-18 y bajó la calificación de los Tips C N-18 a BB- de BB; a estas dos últimas series les asignó el estatus de Revisión Especial (CreditWatch) negativo.

La baja de calificación de los Tips Pesos C N-18 se fundamenta principalmente en la reducción del nivel de cobertura registrado en los últimos meses, lo cual ha disminuido el nivel de frecuencia de incumplimiento y severidad de la pérdida que es capaz de soportar esta serie.

Asignamos el estatus de Revisión Especial (CreditWatch) negativo a las series Mz y C, principalmente por el posible impacto en la generación de flujo de caja que respalda el pago de estos títulos, producto del incremento acelerado de la cartera vencida registrado durante diciembre de 2020 y por las medidas que han implementado las entidades financieras con el fin de afrontar las consecuencias económicas de la pandemia de COVID-19.

Un elemento adicional que podría afectar la capacidad de pago de los títulos es el posible incremento de la cartera vencida producto de la desaceleración económica del país. De acuerdo con la última información disponible del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) el producto interno bruto (PIB) de Colombia se contrajo 6,8% al cierre de 2020. Asimismo, las proyecciones más recientes de S&P Global Ratings estiman una recuperación del 5,5% en 2021; sin embargo, esta proyección podría cambiar en la medida en que la pandemia se prolongue y la velocidad de recuperación de la economía sea menor a la esperada.

En caso de que la generación de flujo esté comprometida de forma importante o la cartera continúe creciendo durante los próximos meses, podríamos considerar ajustar la calificación a la baja.

Las calificaciones confirmadas se fundamentan en el análisis de la calidad de la cartera titularizada y en nuestra opinión sobre los niveles de protección crediticia con las que cuenta la transacción en forma de sobrecolateralización, margen financiero y excedentes de liquidez, los cuales, combinados con nuestros supuestos de frecuencia de incumplimiento y de severidad de la pérdida, son suficientes para soportar nuestros escenarios de estrés correspondientes a los niveles de calificación asignados.

BRC analizó la calidad de la cartera subyacente para todas las series de la transacción Tips N-18 con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada una podría soportar sin incumplirles a los tenedores de los títulos. Estos, combinados con nuestros supuestos de frecuencia de incumplimiento y de severidad de la pérdida, continúan siendo suficientes para soportar los escenarios de estrés correspondientes a sus niveles de calificación actuales.

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-18, estas características son consistentes con la cartera arquetipo que BRC ha definido como referencia para las transacciones que se respaldan en créditos hipotecarios.

La confirmación de las calificaciones también incluye el desempeño que ha mantenido la cartera titularizada. De acuerdo con los reportes de Titularizadora Colombiana a diciembre de 2020, la cartera que respalda la emisión presentó un nivel de cartera vencida (morosidad mayor a 90 días, calculada como el porcentaje sobre el saldo inicial del portafolio) de 2,08%.

Los mecanismos de cobertura de la emisión se fundamentan, entre otros factores, en el esquema de prioridad de pagos. Este 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 (A2024 y A2034), B, Mz y C (en ese orden de prioridad) proporciona mayor cobertura para la clase A.

Para estructurar los Tips Pesos N-18, Titularizadora Colombiana modificó el mecanismo de ajuste del balance de capital para que el saldo de capital total de los créditos vigentes sea igual a 112,99% del saldo de capital total de los Tips A (A2024+A2034). Esta modificación cambia parte de la cascada de pagos para que, una vez realizados los pagos de intereses y capital programado de los Tips A, los excedentes se utilicen para pagar el título B.

Consideramos que estos cambios permiten tener una estructura más eficiente dado que evita excesos de sobrecolateralización para las series A2024 y A2034, además, permite pagar el título B más rápido y liberar margen financiero para beneficio de la transacción. Los mecanismos de mejoras crediticias tales como pagos de capital programado, ajuste de balance, cobertura parcial y las causales de suspensión se mantienen y continúan favoreciendo el pago de las series A, lo cual consideramos como positivo ya que mitiga el incumplimiento de las series más senior y representativas dentro de la estructura 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 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-18 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

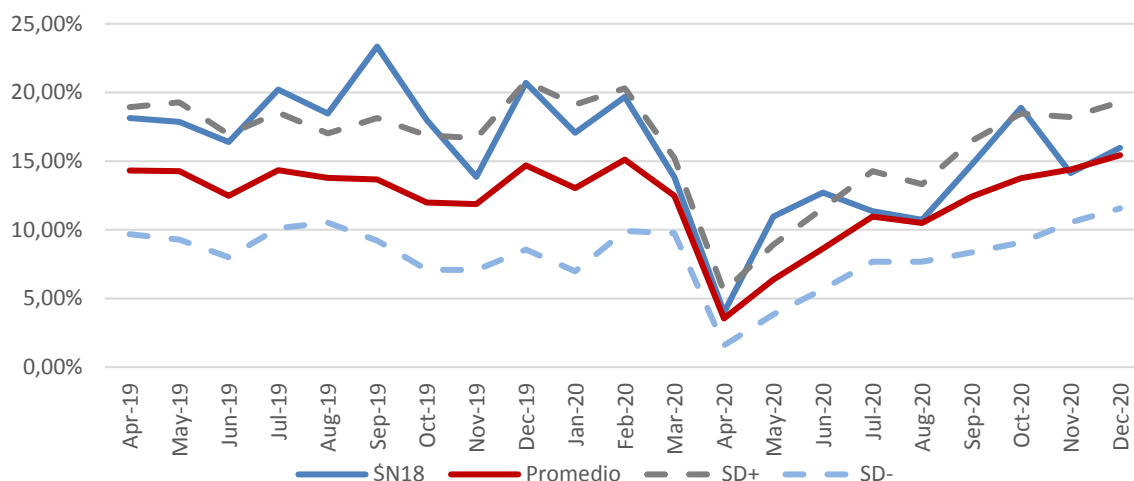
BRC generó diversos escenarios de estrés para evaluar la capacidad de pago de la transacción. Estos incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria y un análisis de la dinámica de los títulos bajo nuestros supuestos actualizados de la tasa anualizada 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 las series más 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 Pesos N-18. Las series subordinadas de la transacción, Tips Mz N-18 y Tips C N-18, 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). Por lo tanto, un alto índice de prepago afecta la generación de flujo de caja esperado para pagar estas series, 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 podrían ser más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado y al efecto que estas generen en los índices de prepago. En el Gráfico 1 observamos que, desde su emisión, la transacción ha presentado un nivel de prepago promedio mayor (15,76%) al del promedio de los Tips N (12,29%) entre abril de 2019 y diciembre de 2020. En nuestra opinión, este nivel de prepago es alto y, si se mantiene, podría afectar de manera negativa el pago de la serie subordinada. Es importante resaltar que, aunque nuestro escenario de estrés para las series subordinadas estima un nivel de prepago mayor y nos permite confirmar las calificaciones de estas, daremos especial seguimiento al comportamiento de este indicador para evaluar el efecto que pueda tener sobre la capacidad de pago de la transacción.

Gráfico 1
Tasa de prepago anualizada promedio de los Tips Pesos N frente a los Tips Pesos N-18.
Abril 2019 – Diciembre 2020



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cinco clases de títulos:

- Tips A 2024 N-18: 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 60 meses.
- Tips A 2034 N-18: 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 180 meses.
- Tips B 2034 N-18: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de Tips A con un plazo de 180 meses.
- Tips Mz 2034 N-18: Título subordinado a las otras dos clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.
- Tips C 2034 N-18: Título subordinado a las otras tres clases y cuyo activo subyacente lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.

Tabla 1. Estructura de la emisión TIPS N-18

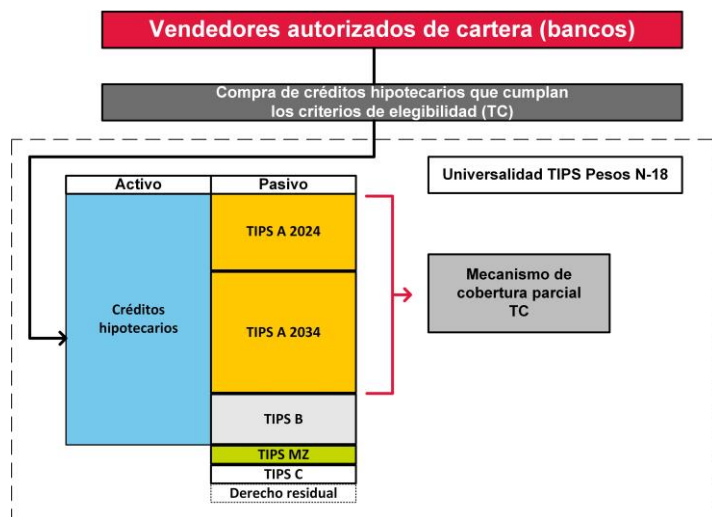
Clase	Serie	Tasa facial	Fecha de emisión: Abril de 2019 -COP	Amortización a diciembre 2020	Exceso de colateral		
					Dic-2020	Ene-2020	
Tips A	N-18	A – 2024	5.65%	110.580.000.000	13.374.720.183	94,56%	80,97%
Tips A	N-18	A – 2034	6.83%	205.364.300.000	205.364.300.000	11,07%	11,51%
Tips B	N-18	B – 2034	10,50%	41.055.000.000	34.806.835.856	-3,08%	-0,63%
Tips Mz	N-18	Mz – 2034	12,50%	1.785.000.000	1.785.000.000	-3,81%	-1,23%
Tips C	N-18	C – 2034	16,00%	1.785.000.000	1.785.000.000	-4,53%	-1,83%
Total				360.570.000.000	257.115.856.039		

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.
Cálculos: BRC S&P

El activo subyacente de la universalidad TIPS N-18 lo conforman los créditos hipotecarios VIS y No VIS con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos de la siguiente manera:

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

Gráfico 1
Estructura de los TIPS N-18

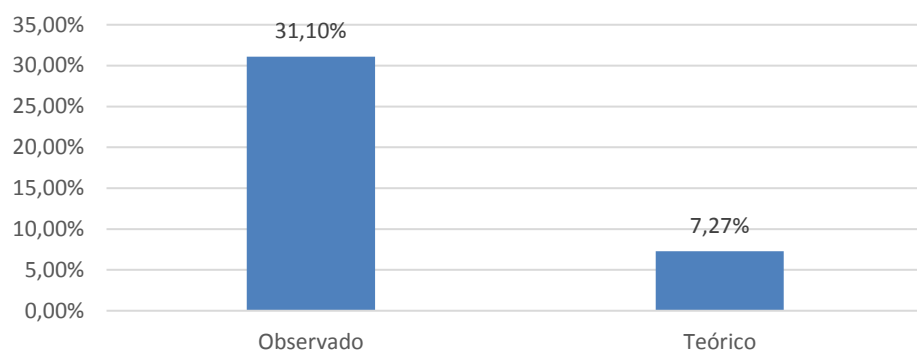


Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

III. DESEMPEÑO DEL PORTAFOLIO DE LA CARTERA TITULARIZADA

A diciembre de 2020, el 31,10% del capital de la cartera (vigente – con mora menor de 90 días más las reservas de efectivo) se había amortizado, frente a la pronosticada de 7,27% (ver Gráfico 3).

Gráfico 3
Amortización de capital acumulado de la cartera



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A. Cifras a diciembre de 2020

A pesar de la amortización de la serie más senior, no observamos cambios significativos en la composición del portafolio de activos subyacentes frente a su revisión periódica anterior. La transacción N-18 la componen créditos hipotecarios emitidos en pesos para la compra de vivienda diferente a interés social – No VIS (98%) y VIS (2%), originados por Banco Davivienda S.A. y Bancolombia S.A. Consideramos que el segmento de VIS no representa un riesgo para la transacción, debido a que es significativamente menor frente al No VIS. Asimismo, el portafolio cuenta con un porcentaje adecuado de créditos amparados por el beneficio del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria –FRECH- (45%) y un indicador de LTV de 40% en diciembre de 2020.

La diversificación geográfica continúa siendo adecuada. El mayor porcentaje se concentra en Bogotá (21,9%) y a esta le siguen Medellín (7,2%) y Cali (5,5%). El porcentaje restante corresponde a créditos originados y respaldados por activos en otras ciudades.

IV. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana se enfoca en implementar políticas y procedimientos de control interno para optimizar la eficiencia y eficacia en las operaciones, mejorar los procesos de generación de información financiera, el cumplimiento de la regulación aplicable, leyes, políticas y normas, y realizar una adecuada gestión de riesgo.

El comité de crédito da seguimiento a las contrapartes de las universalidades. Sus funciones son aprobar los criterios de selección de cartera por comprar, revisar periódicamente la calidad del activo subyacente de cada universalidad y la sustitución o recompra de cartera cuando sea necesario, y aprobar la metodología de los modelos de riesgo de crédito y los programas de normalización de activos que se utilicen en las carteras hipotecarias.

El administrador busca determinar las diferencias entre los procedimientos de los originadores y lo que la Titularizadora considera adecuado para cada titularización. Estos procesos han pasado por un periodo de afinamiento derivado de las emisiones y por los procedimientos de control implementados, que, en opinión de BRC, se ajustan a los requerimientos de un proceso de titularización. Por lo anterior, no consideramos 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 de la emisión de la transacción Tips N-18, en el portafolio 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](http://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.
