

Reporte de calificación

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS U-1 UVR

Comité Técnico: 30 de octubre de 2015
Acta número: 843

Contactos:
Mariana Zuluaga Murillo
mariana.zuluaga@standardandpoors.com
Luisa Fernanda Higuera Joseph
luisa.higuera@standardandpoors.com

TÍTULOS HIPOTECARIOS TIPS U-1 UVR

CALIFICACIÓN INICIAL			
Tips Pesos A U-1 UVR 'AAA'	Tips Pesos B U-1 UVR 'A'	Tips Pesos Mz U-1 UVR 'BBB'	Tips Pesos C U-1 UVR 'BB'

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS	
Emisor:	Titularizadora Colombiana S.A. Universalidad (con respaldo exclusivo de la Universalidad).
Monto emisión:	1.937.915.000 UVR
Clases:	Tips A U – 1, Tips B U – 1, Tips Mz U – 1, Tips C U – 1.
Series y plazo:	A 2025; 120 meses. B 2030; 180 meses. Mz 2030; 180 meses. C 2030; 180 meses.
Tasa facial máxima:	Tips A U – 1: A 2025: 3,20% Tips B U – 1: B 2030: 6.20% Tips Mz U – 1: Mz 2030: 8,00% Tips C U – 1: C 2030: 9,50%
Pago de intereses:	Tips A U – 1: Mes Vencido. <i>Timely Payment Basis</i> (capacidad de atender los pagos en el preciso momento prometido a los inversionistas). Tips B U – 1: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> (capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips Mz U – 1: Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> (capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad). Tips C U-1 Mes Vencido. <i>Ultimate Payment Basis</i> (capacidad de repago de una obligación más no su oportunidad).
Activo subyacente:	Universalidad TIPS U-1 conformada por los créditos VIS y NO VIS (Vivienda diferente a Interés Social) 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. y Davivienda S.A.
Administradores de la cartera:	BCS S. A. y Davivienda S.A.
Proveedor mecanismo de cobertura Parcial:	Titularizadora Colombiana S. A.
Representante legal de tenedores:	Fiduciaria Colpatría S.A.
Administrador de pagos Depósito	Depósito Centralizado de Valores Deceval S.A.

I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV asignó la calificación de **'AAA'** a los títulos hipotecarios Tips A U-1, de **'A'** a los Tips B U-1, de **'BBB'** a los Tips Mz U-1, **todas en grado de inversión**, y de **'BB'** a los Tips C U-1, esta última en **grado de no inversión**.

Las calificaciones asignadas se basan en los mecanismos internos de cobertura contemplados en la estructura de la emisión, en las características de la cartera a titularizar, en la estructura particular en lo relacionado con las prioridades de pago y en la calidad crediticia del emisor y del administrador de la emisión, Titularizadora Colombiana.

Los mecanismos internos de cobertura de la emisión se fundamentan en el esquema de prioridad de pagos para la atención de cada tipo de títulos y los compromisos de carácter administrativo de la universalidad Tips U-1. La subordinación de pagos existente entre las clases A, B, Mz y C, en ese orden de prioridad, proporcionan un mayor nivel de cobertura para la clase A. El sistema de cascada implementado a través del Ajuste de Balance de Capital Requerido entre el valor del activo productivo de la universalidades Tips U-1 frente al pasivo Tips- A/ Tips- B, constituye un instrumento eficaz en la asignación de la disponibilidad de los recursos destinada a la atención de las obligaciones y de los gastos a cargo de la universalidad.

El análisis de la calidad de la cartera a titularizar efectuado bajo la óptica de la pérdida esperada del portafolio (que indica el valor total de pérdida esperada teniendo en cuenta el nivel de incumplimiento del portafolio y el porcentaje de la pérdida total de los créditos) indica la capacidad de la estructura para resistir escenarios de tensión extremos en los niveles requeridos para las calificaciones asignadas a cada clase de título. BRC efectuó un análisis por separado para los Tips A U-1, Tips B U-1, Tips Mz U-1 y Tips C U-1 con el propósito de determinar el máximo nivel de mora que cada serie podría asumir, sin incurrir en incumplimiento frente a los tenedores de los títulos.

En la evaluación del activo subyacente, BRC consideró las siguientes características de la cartera a titularizar: 1) la antigüedad de los créditos; 2) el plazo; 3) las moras presentadas en pagos de intereses y capital; 4) la ubicación geográfica de los bienes inmuebles; 5) la existencia de seguros de catástrofe, y 6) la relación del valor del préstamo con respecto al inmueble o *loan to value* (LTV, por sus siglas en inglés), entre otras variables. Estas características son consistentes con los criterios de selección de la cartera y en especial con la cartera de referencia (*benchmark pool*) que BRC ha definido para un portafolio de cartera hipotecaria.

También evaluamos las políticas y los procedimientos relacionados con la adecuada administración de la cartera a titularizar por cada originador y/o administrador, y específicamente por Titularizadora Colombiana (calificación de riesgo de contraparte de **'AAA'** asignada por BRC) en su calidad de administradora de la emisión.

Las calificaciones ponderan positivamente el Mecanismo de Reducción de Tasas, el cual tiene por objeto mitigar el efecto en los niveles de prepago derivados de la disminución de tasas de interés por condiciones de mercado. Con este instrumento de cobertura, la titularizadora, por conducto de los administradores autorizados, está facultada para reducir las tasas de interés de los créditos hasta una tasa límite de 8,0%, sin tener que sacarlos de la universalidad.

Los diversos escenarios de estrés realizados por BRC incluyeron pruebas de tensión en condiciones de renegociación de la tasa de la cartera hipotecaria. El portafolio contiene 4466 créditos con una tasa mayor a 8,0%, lo que representa 86% del monto total de la cartera a titularizar. En nuestro análisis consideramos diferentes niveles de prepago como escenarios de tensión, en los que incluimos un análisis de la dinámica de los títulos teniendo en cuenta el promedio de la tasa anualizada de prepago de las emisiones vigentes Tips UVR, entre otros niveles de prepago considerados por BRC.

Los resultados de los escenarios de estrés (modificando los niveles de incumplimiento de pago y de prepagos) indican que los flujos de caja de la cartera a titularizar mostraron ser suficientes para la atención de 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 la universalidad Tips U-1, con la que se efectúan pagos a los tenedores de los títulos. De esta forma, el prepago produce una mayor disponibilidad de recursos para la clase A y B 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, implica una reducción del riesgo crediticio para los inversionistas en la medida que disminuye la incertidumbre y agiliza el retorno de la inversión.

Teniendo en cuenta las características de cobertura de los Tips Mz U-1 y Tips C U-1 y la subordinación del pago de estos a los de los Tips A y B, están expuestos a un mayor riesgo de crédito por un incremento en la pérdida esperada o en el nivel de prepagos del activo subyacente. Dado que las series Mz y C 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 estos títulos, reflejado en las calificaciones asignadas. Como parte de la metodología de calificación, en el escenario de estrés para los títulos subordinados usamos la máxima tasa de prepago presentada en las emisiones UVR en los últimos cinco años, el resultado muestra que los títulos Mz y C son más vulnerables al comportamiento de la tasa de los créditos hipotecarios del mercado debido a la posibilidad de los deudores para prepagar sus créditos.

Por lo tanto, hemos incorporado dentro del análisis de los títulos los actuales niveles de prepago y el robustecimiento del mecanismo para mitigar su impacto, de tal forma que las calificaciones mantengan consistencia con su capacidad de pago.

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, derivado de la expedición de la Ley 546 de 1999, en virtud de lo cual los activos de la Universalidad Tips U-1 quedan completamente aislados del patrimonio de Titularizadora Colombiana y del de los bancos originadores.

II. ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN

La emisión cuenta con cuatro clases de títulos:

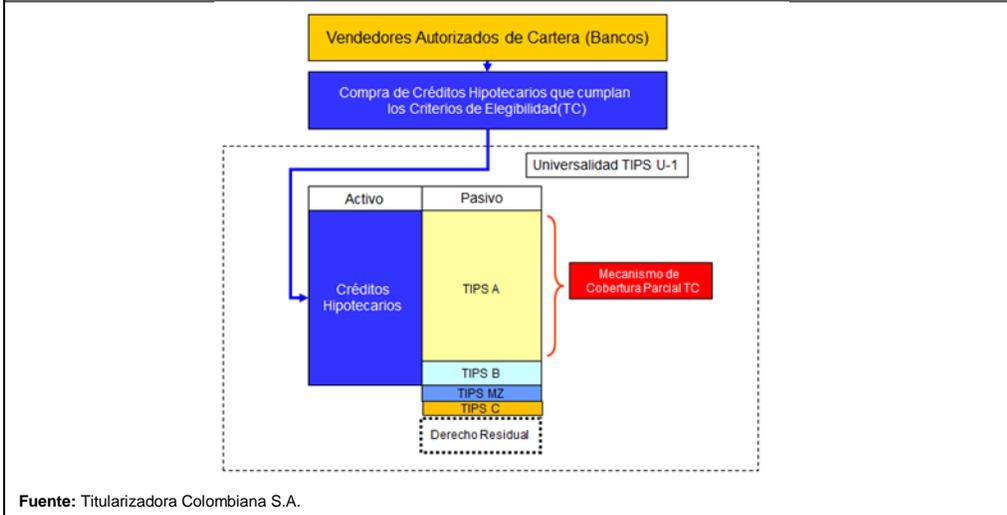
- TIPS A U-1: Título *senior*. El servicio de la deuda correspondiente a estos títulos tiene prioridad de pago dentro del esquema de pagos de la estructura.
- TIPS B U-1: Título subordinado al pago oportuno de intereses y capital programado de TIPS A con un plazo de 180 meses.
- TIPS Mz U-1: Título subordinado 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 U-1: Título subordinado a las otras tres clases y cuyo activo subyacente, al igual que el de los Mz, lo compone el diferencial de tasa de interés entre la cartera a titularizar y los títulos emitidos.

Tabla 1. Estructura de la emisión TIPS U-1

		TASA FACIAL	VALOR TÍTULOS (\$)*	PARTICIPACIÓN PORTAFOLIO
TIPS A U1	A 2025	3,20%	1.653.507.000	85,3%
TIPS B U-1	B 2030	6,20%	204.366.000	10,5%
TIPS Mz U-1	Mz 2030	8,00%	70.753.000	3,7%
TIPS C U-1	C2030	9,50%	9.289.000	0,5%
Total			<u>1.937.915.000</u>	<u>96%**</u>
<p><small>*Nota: Los valores que se observen hasta 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. **Corresponde al valor total de la emisión TIPS U-1 sobre el valor actual del portafolio de créditos que componen el activo subyacente.</small></p> <p><small>Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.</small></p>				

El activo subyacente de la universalidad TIPS U-1 está conformado por los créditos hipotecarios VIS y No VIS (para vivienda diferente a interés social) con todos los derechos principales y accesorios que se derivan de los mismos: 1) los derivados de los prepagos; 2) la recuperación de capital en mora por dación en pago o adjudicación en remate; 3) la ventas de bienes recibidos en dación de pago (BRP); 4) los recaudos por remates a favor de terceros de garantías hipotecarias; 5) los saldos a favor en procesos de sustitución de créditos; 6) los pagos recibidos por concepto de recompra; 7) los pagos recibidos por concepto de la cesión de créditos; 8) los derechos sobre los seguros; 9) los activos o derechos derivados o relacionados con el Contrato de Mecanismo de Cobertura Parcial y 10) cualquier otro derecho derivado de los créditos hipotecarios o de sus garantías.

Gráfico 1
Estructura de la emisión Tips U-1



III. PORTAFOLIO DE CARTERA A TITULARIZAR

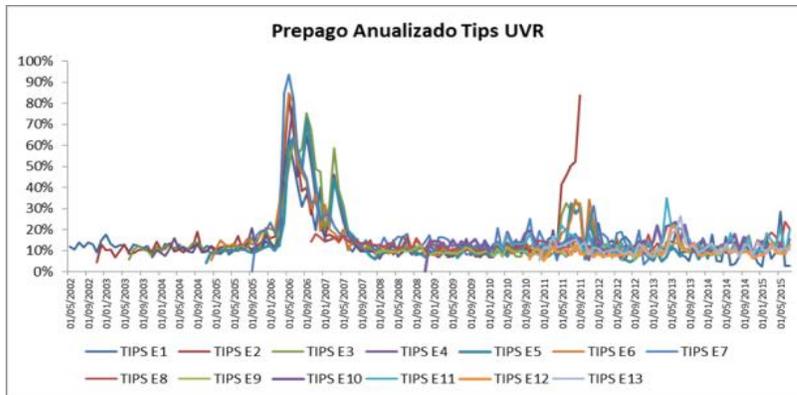
La cartera a titularizar está compuesta por 6.902 créditos de vivienda VIS y No VIS, que representan 13% y 87%, del monto de la cartera, respectivamente. Los originadores involucrados en este proceso de titularización son BCS y Banco Davivienda, cuyos créditos representan 70% y 30% del monto total de la cartera, respectivamente.

El promedio ponderado del LTV actual de la cartera de acuerdo con el monto del crédito es de 55,81%. Cabe destacar que en la medida en que este indicador sea menor, mayor es el colateral del préstamo al contar con suficientes recursos para cubrir el crédito hipotecario y los costos originados en la toma de posesión del activo. Estos créditos tienen una madurez aproximada de dos años y un plazo restante promedio de 16 años; plazos que están en línea con los de otras transacciones UVR emitidas anteriormente.

El 10,52% del valor del portafolio total está conformado por créditos con cobertura a la tasa de interés. Según estudios realizados por Titularizadora Colombiana sobre el comportamiento de créditos hipotecarios con subsidio a la tasa de interés FRECH (Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria), se puede inferir una evolución adecuada del índice de calidad para este tipo de créditos.

La siguiente gráfica muestra el comportamiento del prepago para las emisiones Tips UVR, cuyo promedio de los últimos 12 meses fue de 11,60%.

Gráfico 2
Tasa promedio de prepago anual emisiones Tips UVR



Fuente: Titularizadora Colombiana S.A.

Finalmente, en cuanto a la diversificación geográfica de la cartera a titularizar, 78% de su valor se encuentra concentrado en inmuebles ubicados en Bogotá, 3.5% en Medellín, 3.3% en Soacha, y el porcentaje restante está representado por activos situados en otras ciudades del país.

IV. ADMINISTRACIÓN DE LA EMISIÓN

Titularizadora Colombiana se enfoca en implementar políticas y procedimientos de control interno que buscan la optimización de la eficiencia y eficacia en las operaciones, el mejoramiento de los procesos de generación de información financiera, el cumplimiento de la regulación aplicable, leyes, políticas y normas, y la realización de 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 y/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 existentes entre los procedimientos de los originadores y lo que Titularizadora ha definido como deseable y 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 y particular 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 Tips U-1 UVR y en el reglamento de la Universalidad Tips preparados por la Titularizadora Colombiana, 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.

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. [8, Cursiva]
