

Patrimonio Autónomo Troncales Alimentadoras de la Primera Línea del Metro de Bogotá

(Av. Ciudad de Cali y Av. Carrera 68)

Contenido	Página
Factores Clave de Calificación	1
Aspectos Destacados	3
Participantes Clave de la Transacción	3
Análisis del Activo	5
Sensibilidad de Calificación	6
Estructura de la Transacción	7
Riesgo de Contraparte	10
Aplicación de Metodologías y Suficiencia de la Información	10
Seguimiento	10

Este informe de preventa refleja información en posesión de Fitch al momento en que se emite la calificación, bajo unos supuestos específicos de tasa, monto y plazo. Cambios sustanciales en las características de la emisión asumidas generarían una revisión extraordinaria de la calificación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Estructura de Capital

Emisión	Calificación	Perspectiva	Monto Máx. Esperado (COP millones)	Activo Subyacente (COP millones) ^a	Tasa de Interés (%)	Plazo Esperado
Total	AAA(col)	Estable	2,995,000	4.008.203	Por definir	17 años
Total	AAA(col)	Estable	2,995,000	4.008.203	Por definir	17 años

^a Valor en pesos colombianos constantes de 2017.
Fuente: Banca de Inversión Bancolombia

Fitch Ratings espera que la emisión correspondiente a la Titularización del Patrimonio Autónomo (PA) Troncales Alimentadoras (Av. Ciudad de Cali y Av. Carrera 68) de la Primera Línea del Metro de Bogotá (PLMB) se comience a emitir al mercado en el segundo semestre de 2022. Se espera que la emisión se emita por un monto máximo equivalente a COP2,995,000 millones, a través de diferentes lotes. La fecha de vencimiento legal de los títulos será en 2039 e independientemente del lote en el que sean emitidos harán parte de la misma emisión. Fitch espera que el primer lote se emita en unidad de valor real (UVR) por COP600,000 millones y considere una tasa de interés fija.

Los títulos estarán respaldados por una porción de la retribución que pagará Colombia entre 2021 y 2038, bajo el Convenio de Cofinanciación para el Sistema de Servicio Público Urbano de Transporte Masivo de Pasajeros Bogotá – Troncales Alimentadoras de la PLMB Tramo 1 - 002-2018 (convenio de cofinanciación), relacionado con el desarrollo de las troncales alimentadoras de la PLMB, en Av. Ciudad de Cali y Av. Carrera 68 (el proyecto) y de acuerdo con los documentos de la emisión. La retribución, a su vez, estará respaldada por vigencias futuras (VF) excepcionales comprometidas por la Nación para el desarrollo del proyecto. La estructura establece pagos periódicos anuales de intereses y capital de acuerdo a un perfil de amortización fijo.

Factores Clave de Calificación

Calidad Crediticia Fuerte del Activo Subyacente (Positivo): El activo que respalda la emisión está conformado por una porción de la retribución que la Nación [BB+; Perspectiva Estable] comprometió entre 2021 y 2038 en el convenio de cofinanciación, de acuerdo con lo descrito en los documentos de la emisión. Esta retribución está respaldada por VF de la Nación. Las VF representan un compromiso presupuestario de períodos fiscales posteriores, que permite la ejecución de gastos con un horizonte mayor a un año. Representan una obligación incondicional de un gasto futuro que afectará el presupuesto del año fiscal en el que se comprometieron. En ese sentido, la calificación de la emisión está en línea con la calificación implícita en escala nacional de la Nación, como única entidad contribuyente de riesgo (RPE; *risk presenting entity*) en la emisión.

No se Considera al Distrito como Contribuyente de Riesgo (Neutral): A pesar de que Bogotá, Distrito Capital (Distrito) tiene la obligación de cubrir los costos y gastos no elegibles de la titularización, relacionados principalmente con gastos financieros como el gravamen a los

Analistas

Melissa A. Franco
+1 312 368 3122
melissa.francogodoy@fitchratings.com

Mariana Zuluaga
+57 601 241 3245
mariana.zuluaga@fitchratings.com

movimientos financieros (GMF), por un monto aproximado de COP49.500 millones, Fitch no considera al Distrito como una RPE. Lo anterior es debido a que la estructura cuenta con una cuenta de reserva de componentes no elegibles que será fondeada con los recursos de la emisión de cada lote, por un monto equivalente a los costos y gastos no elegibles correspondientes a ese lote hasta su vencimiento legal.

Exposición Operativa a Tmsa Limita la Calificación (Neutral): De acuerdo con el convenio de cofinanciación, Transmilenio S.A. (Tmsa) tiene la responsabilidad de solicitar el desembolso de las VF con tres meses de anterioridad a la fecha de utilización. Además, los documentos de la emisión establecen que Tmsa tiene la obligación de hacer el requerimiento formal de los recursos relacionados con los costos y gastos no elegibles al Distrito. A pesar de que para Fitch Tmsa es la entidad más adecuada para llevar a cabo estos procesos, dada la exposición operativa que esta entidad tiene la calificación de la emisión está últimamente limitada a la calificación de Tmsa [AAA(col); Perspectiva Estable].

Estructura Legal de la Emisión Adecuada (Neutral): Los derechos económicos cedidos fueron transferidos irrevocablemente al PA a través del Acuerdo de Cesión de Derechos Económicos firmado el 9 de septiembre de 2021, junto con la Instrucción Irrevocable en Beneficio del Patrimonio Autónomo Troncales Alimentadoras (Av. Ciudad de Cali y Av. Carrera 68) de la Primera Línea del Metro de Bogotá D.C., firmado el 10 de septiembre del mismo año y conforme con los documentos de la emisión.

Mecanismo de Cobertura Adecuados (Positivo): Una porción de los ingresos de cada lote será utilizada para fondar la cuenta de provisión que tendrá en principio un balance equivalente a 5,7% del monto total emitido para el primer lote. Además, existirán dos cuentas de reserva: la cuenta de reserva de costos y gastos, y la cuenta de reserva de componentes no elegibles. La primera deberá mantener un balance equivalente al monto total de los costos y gastos del PA para los próximos 12 meses (incluyendo pago de intereses) y estará disponible para cubrir cualquier faltante de liquidez durante la vida de la emisión. La segunda cuenta, que deberá ser fondeada con los recursos de la emisión de cada lote, deberá cubrir los costos no elegibles hasta la madurez de la emisión.

Mecanismo de Redimensionamiento no Impacta la Emisión (Neutral): La emisión considera un mecanismo de redimensionamiento que podría llevar a una reducción de las VF cedidas en caso de que el monto total emitido sea menor que las expectativas iniciales. En este sentido, los recursos serán utilizados de manera más eficiente, de forma que todas las obras requeridas para realizar el proyecto sean llevadas a cabo. La ejecución de este mecanismo está sujeta a que las VF restantes provean una cobertura adecuada a los costos y gastos del PA (incluyendo el servicio de la deuda) y a la confirmación de la calificación por parte de Fitch.

Descalce de Tasa Mitigado por la Reserva (Positivo): A pesar de que tanto el valor del activo como el del pasivo se actualizarán de acuerdo al índice de precios al consumidor (IPC), el ajuste se realizará en momentos distintos, lo que expondrá a la emisión a un posible descalce de base. Sin embargo, Fitch considera que la estructura de la titularización, junto con la cuenta de reserva de costos y gastos, ofrece una cobertura adecuada para cubrir cualquier déficit generado por este descalce.

Factores Clave de Calificación (Negativo/Positivo/Neutral)

Impacto en Calif.	Factor Clave de Calificación
Positivo	Calidad Crediticia Fuerte del Activo Subyacente
Neutral	No se Considera al Distrito como Contribuyente de Riesgo
Neutral	Exposición Operativa a Tmsa Limita la Calificación
Neutral	Estructura Legal de la Transacción Adecuada
Positivo	Mecanismo de Cobertura Adecuados
Neutral	Mecanismo de Redimensionamiento no Impacta la Emisión
Positivo	Descalce de Tasa Mitigado por la Reserva

Metodologías Aplicables

- [Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Octubre 2021\)](#)
- [Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Enero 2022\)](#)
- [Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Diciembre 2020\)](#)
- [Metodología de Calificación de Notas Estructuradas de Vinculación Crediticia Sencilla y Múltiple \(Marzo 2021\)](#)

Publicaciones Relacionadas

- [Fitch Affirms Colombia at 'BB+'; Outlook Stable \(Junio 2022\)](#)
- [Fitch Afirma Calificaciones Nacionales de Occidente y Fiduciaria de Occidente; Perspectiva Estable \(Diciembre 2021\)](#)
- [Fitch Afirma las Calificaciones de Tmsa en 'AAA\(col\)' y 'F1+\(col\)'; Perspectiva Estable \(Noviembre 2021\)](#)

Aspectos Destacados

Aspectos Destacados

Efecto	Elementos Relevantes de la Emisión
Neutral	Estructura Mitiga Exposición a Otras Contrapartes: Los documentos de la emisión establecen un proceso de selección para el proveedor de cuentas bancarias a nombre del PA, de acuerdo con el cual se deben considerar al menos tres entidades que cumplan con ciertos criterios de selección, que incorporan una calificación mínima de 'AAA(col)', otorgada por la entidad que califique la emisión. Además, los documentos establecen un plazo total de 60 días calendario para reemplazar la entidad en caso de que su calificación sufra un deterioro. Todos los recursos que permanezcan en las cuentas del PA deberán estar invertidos en cuentas bancarias.
Neutral	Emisión de la Titularización se Podrá Hacer por Lotes: Se espera que la transacción sea emitida al mercado a través de diferentes lotes, respaldados por el mismo activo subyacente, cuyos títulos serán parte de la misma emisión y deberán mantener las mismas condiciones de tasa y plazo, en línea con lo que se defina para el primer lote. Los documentos de la emisión establecen que previo a la emisión de un nuevo lote se entregará a Fitch toda la información necesaria para que la calificadora pueda analizar si las condiciones del nuevo lote estarán en línea con las condiciones consideradas para la calificación de la emisión.
Neutral	Proyecto en Marcha: El proyecto considera el desarrollo de dos troncales alimentadores en Av. Ciudad de Cali y Av. Carrera 68 que permitirán conectar el sistema de Tmsa con la PLMB. El proyecto considera etapas de pre-construcción, construcción y mantenimiento; al respecto, todas las fases de la etapa de pre-construcción ya han culminado y actualmente el proyecto está en etapa de construcción. Las VF ya fueron cedidas al PA del proyecto a través de una cesión irrevocable y que el desembolso de las VF no está sujeto al progreso del proyecto.

Fuente: Fitch Ratings

Participantes Clave de la Transacción

Participantes Clave de la Transacción

Rol	Nombre	Calificación
Emisor	Patrimonio Autónomo Troncales Alimentadoras (Av. Ciudad de Cali y Av. Carrera 68) de la Primera Línea del Metro de Bogotá	Sin Calificación
Originador	Transmilenio	AAA(col)/Estable
Garante de las Vigencias Futuras	Colombia	BB+/Estable
Estructurador	Banca de Inversión Bancolombia	Sin calificación
Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor	Banco de Occidente	AAA(col)/ Estable
Agente Fiduciario	Fiduciaria Corficolombiana	Excelente (col)/Estable

Fuente: Fitch Ratings, Banca de Inversión Bancolombia

Antecedentes del Proyecto

El proyecto considera la construcción de nuevas líneas del sistema de Tmsa, en la Av. Ciudad de Cali y Av. Carrera 68, que conectarán el suroeste de la ciudad con el primero tramo de la primera línea del metro de Bogotá (PLMB). Su objetivo principal es la integración entre el sistema de Tmsa y la PLMB, para facilitar las condiciones de movilidad y el acceso de las personas que viajan desde y hacia el municipio de Soacha, aliviando la congestión de las estaciones de Tmsa de Avenida Caracas y Avenida NQS.

En noviembre de 2018, se suscribió el convenio de cofinanciación entre la Nación, el Distrito y el ente gestor, Tmsa, para el desarrollo del proyecto, en donde las dos primeras entidades comprometieron recursos. El convenio se pactó bajo los lineamientos de los diferentes documentos del Consejo Nacional de Política Económica y Social (Conpes) que rigen el proyecto y bajo las leyes 310 y 336 de 1996.

Recursos Comprometidos en el Proyecto

Año	Nación	Distrito	Total
2018	-	665.484	665.484
2019	-	-	0
2020	11.411	-	11.411
2021	20.312	-	20.312
2022	112.751	-	112.751
2023	83.200	-	83.200
2024	149.959	-	149.959
2025	218.119	-	218.119
2026	234.097	-	234.097
2027	257.844	-	257.844
2028	283.392	-	283.392
2029	270.300	-	270.300
2030	270.300	-	270.300
2031	270.300	-	270.300
2032	270.300	-	270.300
2033	270.300	-	270.300
2034	270.300	-	270.300
2035	270.300	-	270.300
2036	270.300	-	270.300
2037	270.300	-	270.300
2038	215.831	-	215.831
Total	4.019.614	665.484	4.685.098

*Valores en millones de pesos colombianos constantes de diciembre de 2017.

Fuente: Convenio de cofinanciación

Fitch considera que, para que un convenio de cofinanciación sea exitoso, todos los participantes deben cumplir con sus compromisos oportunamente; de otra manera, el incumplimiento de uno de los actores podría ocasionar el de los demás. Entre los convenios, los aportes de la Nación están condicionados a que el Distrito realice sus aportes en tiempo y forma; para este proyecto en particular la totalidad de recursos comprometidos por el Distrito ha sido totalmente desembolsada y, consecuentemente, los desembolsos pendientes dependen totalmente de la Nación.

De acuerdo con los documentos del proyecto, por temas de transparencia, todos los recursos del proyecto deberán administrarse en un encargo fiduciario. A la fecha de publicación de este reporte, el encargo fiduciario que administra los recursos del proyecto ha recibido recursos del Distrito por un monto total de COP687.445 millones, aproximadamente y de la Nación por COP34,326 millones, aproximadamente. En general, el avance de las obras está en línea con las expectativas iniciales siendo importante aclarar que el desembolso de las vigencias no está condicionada al avance de la obra.

El seguimiento, administración, destinación y control de los fondos del proyecto son responsabilidad de un comité fiduciario que está compuesto por: un delegado del Ministerio de Transporte, un delegado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, un delegado de la Secretaría Distrital de Hacienda, un delegado de la Secretaría de Transporte de Bogotá y por el Gerente de Tmsa. El comité fiduciario debe presentar informes trimestrales acerca de la ejecución de los recursos del proyecto.

Marco Normativo

En términos generales, la Ley 336 establece las disposiciones generales para regular los sistemas de transporte en Colombia. Por otra parte, la Ley 310 indica el marco legal en el que la Nación y los municipios participan en la construcción de sistemas de transporte masivo. Esta ley permite que las asignaciones de Colombia sean mínimas de 40% y máximo de 70% de la inversión del proyecto. Se requiere que exista el Conpes correspondiente que involucre a la Nación y a los municipios, en el que se estipulen los montos de vigencias futuras a comprometer y las condiciones bajo las cuales el país y los municipios participarán en el proyecto.

Por ley, las vigencias futuras tienen prioridad en la cascada de pagos. Los aportes se deben honrar incluso antes del servicio de deuda financiera. Los municipios generalmente respaldan las vigencias futuras mediante la cesión de una renta o impuesto específico. No obstante, si dicho recaudo no es suficiente, el municipio tendrá que cubrir las vigencias futuras con otros ingresos disponibles. Si el municipio o distrito llegara a entrar proceso de reorganización empresarial (Ley 1116 de 2006), las obligaciones respaldadas con vigencias futuras no podrán ser reestructuradas ni dilatadas.

Resumen de Documentos Asociados

Conpes 3167 de 2002	Establece la política del gobierno nacional para mejorar el servicio de transporte público urbano de pasajeros mediante la aplicación de herramientas técnicas y financieras innovadoras, con el propósito de fortalecer los procesos de descentralización, aumento de productividad, ordenamiento y consolidación de las ciudades, dentro de un marco de disciplina fiscal.
Conpes 3260 de 2003	Busca impulsar la implantación de sistemas integrados de transporte masivo (SITM) en las grandes ciudades del país y fortalecer la capacidad institucional para planear y gestionar el tráfico y transporte en las demás ciudades, con el propósito de incrementar su calidad de vida y productividad, así como impulsar procesos integrales de desarrollo urbano, dentro de un marco de eficiencia fiscal que promueva nuevos espacios para la participación del sector privado en el desarrollo y operación del transporte urbano de pasajero.
Conpes 3368 de 2005	Propone un marco fiscal general que guíe las diferentes decisiones del Gobierno Nacional con respecto a la programación y a las modificaciones de los aportes de la Nación en la financiación del programa de los SITM. Establece una política general para la participación de la Nación en los entes gestores de los SITM y presenta recomendaciones frente al papel del Gobierno Nacional en cuanto a los componentes del sistema que son cofinanciables por la Nación y la entidad territorial, así como por la política frente a los costos adicionales y contingencias en el desarrollo de los SITM.

Resumen de Documentos Asociados

Conpes 3882 de 2017	Precisa los mecanismos y requisitos necesarios para materializar el apoyo del Gobierno nacional en los proyectos que contribuyen a mejorar la movilidad de la región capital. Así, en primer lugar, se precisa el alcance de cada uno de los diez requisitos establecidos en el Documento CONPES 3677 Movilidad integral para la Región Capital Bogotá-Cundinamarca. En segundo lugar, se presentan los componentes elegibles de cofinanciación y los lineamientos para su evaluación por parte del Ministerio de Transporte. En tercer lugar, se describe la participación de la Nación en el seguimiento y desarrollo de los proyectos.
Conpes 3899 de 2017	Precisa los mecanismos y requisitos necesarios para materializar el apoyo del gobierno nacional en los proyectos: (i) la PLMB; (ii) el Tmsa hacia Soacha fases II y III; y (iii) el Regiotram de Occidente. Para esto, primero precisa el alcance de los requisitos del CONPES 3677, también presenta los componentes elegibles de cofinanciación y los lineamientos para su evaluación por parte del Ministerio de Transporte; y, por último, se describe la participación de la Nación en el seguimiento y desarrollo de los proyectos.
Conpes 3900 de 2017	El documento declara de importancia estratégica la PLMB tramo 1, debido a la necesidad de vigencias futuras excepcionales, de conformidad con la Ley 1753 de 2015, Ley 819 de 2003 y el Decreto 1068 de 2015 y define las condiciones de participación de la nación en este proyecto.
Conpes 3945 de 2018	El documento plantea continuar con el apoyo a los proyectos de movilidad de la región capital. En este sentido, con el objetivo de concretar el plan de proyectos de movilidad de la región capital, establece que la Nación participará en la cofinanciación del componente troncal del PMLB - tramo 1, con el cual se comprometen recursos necesarios para consolidar el sistema de transporte público de pasajeros de la región capital.

Fuente: Tmsa

Ente Gestor

Tmsa, constituida en 1999, actúa como ente gestor del sistema público masivo de transporte de pasajeros, al tener a su cargo la organización, planeación, gestión, implantación y control de la operación del SITP de Bogotá. De acuerdo con lo anterior, es deber de Tmsa asegurar la prestación del servicio público masivo de transporte de pasajeros. Tmsa es una sociedad por acciones del orden distrital con participación directa e indirecta (a través de algunos de sus establecimientos públicos) del Distrito de Bogotá.

Análisis del Activo

La emisión estará respaldada por una porción de las VF que la Nación comprometió en el convenio de cofinanciación entre 2021 y 2038. Esto considera que se aplicó un descuento para cubrir compromisos ya adquiridos por parte de Tmsa relativos al proyecto. El valor descontado para la vigencia de 2021 corresponde a una comisión al encargo fiduciario del proyecto, una comisión al patrimonio autónomo emisor del proyecto, una comisión estructuradora de la titularización del proyecto y una reserva para disponibilidad final y los valores descontados para las vigencias de 2022 a 2038 corresponden a la comisión que deberá ser pagada a la fiduciaria por la administración del encargo fiduciario del proyecto. Por otro lado, el PA de la emisión, correspondiente al PA, ya fue creado y el activo ya fue cedido a este.

Vigencias Futuras

Las VF representan un compromiso presupuestario de períodos fiscales posteriores, que permite la ejecución de gastos con un horizonte mayor a un año. Representan una obligación incondicional para la entidad que las compromete (Nación o gobiernos subnacionales). Las VF no están sujetas a la discrecionalidad en el proceso presupuestario anual.

La entidad emisora de vigencias futuras solo incumplirá el pago si este no se realiza antes del 31 de diciembre del ejercicio fiscal al que se refiera. No obstante, la entidad emisora tiene la capacidad de constituir una reserva por tres meses a través de una apropiación presupuestal y extender su fecha de pago hasta el 31 de marzo del año fiscal siguiente.

Tipos de Vigencias Futuras

Existen los siguientes tipos de vigencias futuras.

- **Ordinarias:** Estas se presentan cuando la ejecución inicia con el presupuesto del período actual y el objetivo se ejecuta en uno o más períodos futuros.
- **Excepcionales:** A estas se les da lugar cuando las obligaciones afectarán el presupuesto de ejercicios futuros sin apropiaciones durante el año en el que se aprueban estas asignaciones.
- **Vigencias Futuras para APP (Ley 1580/2012):** Estas son vigencias futuras relacionadas con proyectos de asociaciones público-privadas (APP) que tienen el mismo tratamiento jurídico y presupuestario de otras vigencias futuras. Sin embargo, la razón de ser de estas es que los pagos del gobierno no deben utilizarse como fuente de financiamiento para la construcción de un proyecto, sino para pagar el uso de la infraestructura. Por ende, pueden ser presupuestadas por un período de tiempo más largo. Este tipo de vigencias fue diseñado con el fin de incentivar a los concesionarios de los proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G) a terminar la fase de construcción lo más rápido posible y con estándares de calidad altos. De acuerdo con la Ley 1508, los desembolsos de fondos públicos estarán sujetos a la disponibilidad de la infraestructura, el cumplimiento de los niveles de servicio y estándares de calidad de los servicios prestados y no a los insumos necesarios para la provisión de la infraestructura.

Proceso de Aprobación de Vigencias Futuras

El proceso implica los siguientes pasos:

- El Conpes debe declarar el proyecto de nivel nacional estratégico.
- El Departamento Nacional de Planeación (DNP) autoriza el uso de vigencias futuras.
- Luego de la autorización del DNP, se requiere la aprobación del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis, como parte del Ministerio de Hacienda, y se hace el registro de la obligación en el Sistema Integrado de Información Financiera (SIIF), apartando el espacio presupuestal en el presupuesto de años siguientes.

Una vez que la vigencia futura ha sido registrada en el Confis e inscrita en el SIIF, no hay necesidad de volver a presupuestar esta obligación. Por lo tanto, las vigencias futuras no están sujetas a riesgo presupuestario. Sin embargo, el soberano puede reprogramar las vigencias futuras, en caso de que el concesionario o ente gestor no haya cumplido con sus obligaciones, procedimiento que es poco común.

Sensibilidad de Calificación

La calificación asignada a la emisión está directamente vinculada a la calidad crediticia de la Nación como único responsable del pago de la retribución que conforma el activo subyacente. Además, la calificación está limitada por la calificación de Tmsa dada la exposición operativa a esta contraparte.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

La calificación asignada a la emisión se ubica en el nivel más alto en la escala nacional de calificación, por lo que un alza no es posible.

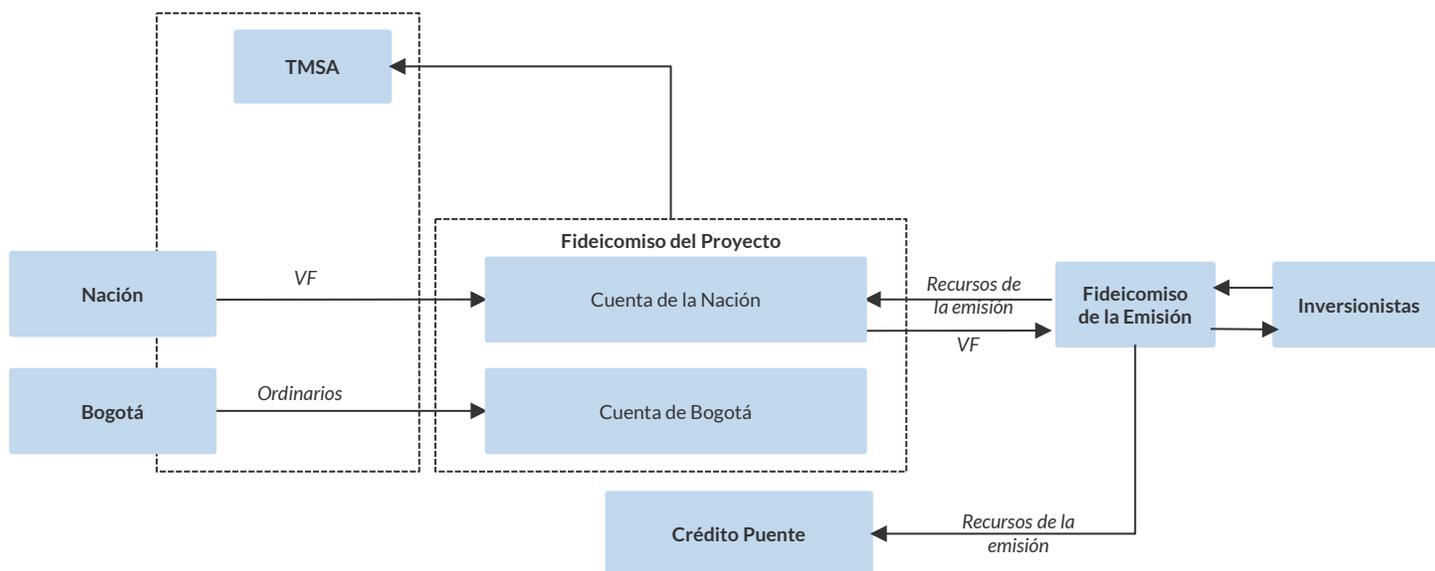
Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación negativa/baja:

Un deterioro de la calidad crediticia de la Nación o de Tmsa conllevaría un cambio al mismo nivel en la calificación asignada a la emisión.

Fitch revisó las estimaciones de las perspectivas económicas mundiales como consecuencia de la guerra en Ucrania y las sanciones económicas relacionadas. Para mayor información ver, el reporte especial "[Global Economic Outlook - March 2022](#)", publicado el 21 de marzo de 2022. Los riesgos han aumentado. Fitch publicó un análisis del impacto potencial en las calificaciones y en el desempeño de los activos, ante un probable escenario de riesgo mayor y menos favorable

de lo esperado de estanflación en los principales subsectores de financiamiento estructurado y bonos cubiertos de Fitch [para mayor información, ver el reporte “What a Stagflation Scenario Would Mean for Global Structured Finance”, publicado el 4 de abril de 2022]. Los impactos de la guerra en Ucrania ya están incorporados en la calidad crediticia de la Nación y de Tmsa, por lo tanto, podrían afectar indirectamente la calificación de la emisión.

Estructura de la Transacción



Fuente: Fitch Ratings, documentos de la emisión

El propósito de la emisión será financiar los requerimientos de capital que se necesiten para el desarrollo de la infraestructura del proyecto. Lo anterior considera que las necesidades de fondeo del proyecto no están alineadas con los tiempos de desembolso de las VF y, en ese sentido, se requiere tener acceso a recursos de manera anticipada. Se espera que el proyecto se desarrolle principalmente entre 2022 y 2026, y que el monto y las fechas de la emisión de cada lote dependan de las necesidades de liquidez del mismo. De acuerdo con los documentos de la emisión se podrán colocar nuevos lotes dentro de los primeros cuatro años después de emitido el primer lote.

Una porción de los recursos recaudados de la colocación del primer lote será utilizada para pagar el saldo vigente (capital e intereses) de un crédito puente. Este crédito fue adquirido para financiar algunos componentes del proyecto temporalmente, mientras se contaba con una estructura de financiación a más largo plazo. De acuerdo con los documentos de la emisión, en caso de que el primer lote no sea suficiente para cubrir el saldo vigente del crédito puente, la transacción no se emitirá, de manera que no coexistan dos estructuras de financiación dentro del PA.

La porción restante de los recursos recaudados del primer lote y de los lotes subsecuentes será utilizada para el desarrollo del proyecto y fondeo de las cuentas de provisión y componentes no elegibles. Además, existirá una cuenta de reserva de costos y gastos para cubrir faltantes de liquidez [para más detalle de las cuentas consultar la sección de “Liquidez”].

A pesar de que tanto el valor del activo como el del pasivo se actualizarán de acuerdo al índice de precios al consumidor (IPC), el ajuste se realizará en momentos distintos, lo que expondrá a la emisión a un posible descalce de base. El valor del activo está en pesos colombianos constantes de 2017 y debe ser actualizado de acuerdo al IPC de diciembre del año inmediatamente anterior (por ejemplo, las vigencias futuras de 2022 son ajustadas considerando el IPC de diciembre de 2021). Por otro lado, el valor del pasivo se ajustará de acuerdo con el valor del IPC vigente al momento del pago; por ejemplo, para un pago en agosto de 2023, que se realizaría con la VF de 2022, se consideraría el valor del IPC de julio de 2023. En ese orden de ideas, el IPC considerado en ambos cálculos tiene una diferencia de más de un año y medio. Después de evaluar diferentes escenarios de estrés, Fitch considera que la

estructura de la titularización, junto con la cuenta de reserva de costos y gastos, ofrece una cobertura adecuada para cubrir este descalce incluso ante escenarios estresados de inflación.

Los documentos de la emisión incorporan un mecanismo de redimensionamiento, que podría llevar a una disminución en el monto de vigencias futuras cedidas en caso de que, después de la colocación de todos los lotes, el monto total de la emisión esté por debajo de las expectativas que se tenían inicialmente. La ejecución de este mecanismo está condicionada a que las vigencias restantes ofrezcan una cobertura adecuada a todas las obligaciones del PA (incluyendo el servicio de la deuda) y Fitch provea una confirmación de la calificación. Ante este escenario, las VF que no sean requeridas serán cedidas de vuelta a Tmsa para que la entidad pueda continuar con el desarrollo del proyecto.

Perfil de amortización

Se espera que la transacción se emita en diferentes lotes, todos respaldados por el mismo activo subyacente, correspondiente a las VF de la nación menos los descuentos considerados en la sección “Análisis del Activo”. De igual forma, se espera que todos los lotes cumplan con las mismas características de plazo y tasa, independiente de su fecha de emisión. La estructura establece pagos periódicos anuales de intereses y capital de acuerdo con un perfil de amortización fijo.

Prelación de Pagos Simplificada

1	Costos y gastos del PA
2	Fondeo de la cuenta de reserva de costos y gastos (de ser requerido)
3	Fondeo de la cuenta de provisión (esta se fondeará una sola vez con los recaudos de la emisión de cada lote)
4	Pagos de intereses y capital
5	Inversiones temporales
6	Exceso de liquidez al originador (solo cuando la emisión se haya pagado en su totalidad)

Fuente: Fitch Ratings, Tmsa

Eventos de incumplimiento

La emisión entrara en incumplimiento si no se realiza el pago de intereses y/o capital de acuerdo con el perfil de amortización.

Liquidez

La emisión considerará la cuenta de provisión y dos cuentas de reserva que proporcionarán liquidez a la emisión:

Cuenta de Provisión

- Se fondeará con los recursos recaudados de la emisión de cada uno de los lotes por un porcentaje del valor emitido que permita, en conjunto con las VF para esos años, cubrir los costos y gastos del PA (incluyendo el pago de intereses) durante los primeros años.
- Lo anterior en consideración a que las VF para los primeros años no serán suficientes para cubrir todas las obligaciones del PA.

Cuenta de Reserva de Costos y Gastos

- Esta reserva será fondeada inicialmente con recursos disponibles dentro del PA por un monto mínimo equivalente a los costos y gastos del PA (incluyendo el pago de intereses) para los próximos 12 meses.
- El propósito de esta cuenta será cubrir cualquier faltante de liquidez que la emisión pueda llegar a tener (por ejemplo, cubrir el descalce de tasa entre activos y pasivos ante un escenario de IPC estresado).
- En caso de que los recursos de la cuenta sean requeridos y utilizados, la cuenta deberá volverse a fondear de manera que siempre mantenga un saldo equivalente al monto mínimo.

Cuenta de Reserva de Componentes No Elegibles

- Esta cuenta de reserva será fondeada con los recursos recaudados de la colocación de cada lote, de manera que la cuenta tenga los recursos suficientes para cubrir todos los componentes no elegibles hasta la madurez de la emisión, relacionados con dicho lote.
- Los componentes no elegibles corresponden a costos financieros (principalmente relacionados con impuestos como el gravamen a los movimientos financieros) que, de acuerdo con los términos del convenio de cofinanciación, no pueden ser cubiertos con las VF de la Nación.
- De acuerdo con los documentos de la emisión el Distrito tiene la obligación de presupuestar todos los costos y gastos no elegibles durante la vida de la emisión. Tmsa por su parte, tiene la obligación de ejecutar todos los procedimientos (calcular el valor de los componentes no elegibles para el año siguiente y hacer el requerimiento formal de los recursos al distrito) para que el Distrito pueda presupuestar y girar los recursos para cubrir los componentes no elegibles.
- Cada año, si los recursos del Distrito no se han recibido en el momento requerido para cubrir los componentes no elegibles, los recursos de la cuenta serán utilizados. Por otro lado, si el Distrito gira los recursos con antelación, los recursos de la cuenta para ese año podrán ser transferidos a Tmsa, para que esta entidad pueda invertirlos en la ejecución del proyecto, siempre y cuando todos los costos y gastos no elegibles del proyecto se encuentren cubiertos hasta la vigencia legal de los títulos.
- Las proyecciones de los componentes no elegibles serán revisadas antes del desembolso de los recursos a Tmsa, de manera que los fondos de la cuenta de reserva ofrezcan una buena cobertura de los costos no elegibles futuros. De acuerdo a lo que establecen los documentos de la emisión, Bancolombia estará a cargo de realizar el cálculo de las proyecciones todos los años y este cálculo deberá ser compartida a la fiduciaria como al originador para su verificación.
- Fitch considera que la reserva pre-fondeada elimina la exposición al Distrito y en ese sentido no la considera un RPE.

Confirmación de Calificación

Fitch espera que la transacción sea emitida al mercado a través de diferentes lotes, respaldados por el mismo activo subyacente, cuyos títulos serán parte de la misma emisión y deben mantener condiciones de tasa y plazo en línea con lo que se defina para el primer lote. Los documentos de la emisión establecen que previo a la emisión de un nuevo lote o en caso de activar el mecanismo de redimensionamiento se entregará a la calificadora toda la información necesaria para que la agencia pueda analizar si las nuevas condiciones están en línea con las consideradas para la calificación de la emisión.

Fitch no es una parte de la transacción y no tiene obligación de proveer una confirmación de calificación. La agencia seguiría ejerciendo su discreción al elegir emitir o no una confirmación de calificación. Cuando sea relevante para las calificaciones, Fitch optará por emitir un comentario público sobre el impacto del cambio en la calificación. El enfoque y consideraciones de Fitch en relación con las confirmaciones de calificación se destacan en "[Rating Confirmations in Structured Finance and Covered Bonds](#)".

Aviso de Limitación de Responsabilidad

Para evitar dudas, en su análisis crediticio, la agencia se basa en opiniones legales o de temas tributarios provistas por los asesores de la emisión. Como Fitch siempre ha dejado claro, la agencia no provee asesoría legal o tributaria ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento o estructura de la emisión sean suficientes para cualquier propósito. El aviso de limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este no constituye una recomendación legal, tributaria o de estructuración de Fitch y no debe ser usado para esos fines. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, tributario o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Riesgo de Contraparte

Fitch evalúa el riesgo de contraparte bajo la “Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos” para que se alinee con las calificaciones asignadas con base en la documentación provista y los ajustes analíticos descritos en la tabla siguiente.

Exposiciones al Riesgo de Contraparte

Tipo de Contraparte	Nombre de Contraparte	Clasificación Relevante bajo Metodología	Calificaciones Mínimas y Acciones Remediales bajo Documentos	Ajuste Analíticos
Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor	Banco de Occidente	AAA(col)	Los recursos de las distintas cuentas que forman parte del PA deberán estar en entidades bancarias con la máxima calificación de riesgo, emitida por la misma entidad calificadora que califique la emisión. Además, dada la naturaleza gubernamental del proyecto, un proceso de selección deberá ser considerado para la selección de la entidad financiera. En dicho proceso, se deben considerar por lo menos tres instituciones financieras que cumplan con ciertos parámetros, incluyendo una calificación mínima de AAA(col). Los documentos también establecen que en caso de que la calificación del banco baje de calificación, la fiduciaria tendrá 30 días para realizar el proceso de selección de una nueva entidad y otros 30 días para transferir los fondos al nuevo banco, resultando en un tiempo máximo de 60 días.	Calificaciones mínimas y acciones remediales acordes con la metodología para las cuentas elegibles.
Banco de Cuenta de Cobro	Diferentes entidades	Calificaciones de riesgo emisor	Las VF de la Nación deben ser depositadas en una cuenta de recaudo manejada por el fiduciario que administre el encargo fiduciario del proyecto. Actualmente las cuentas están en el Banco Scotiabank Colpatria (sin calificar), Banco de Occidente [AAA(col)/Estable] y Banco de Bogotá [BB+/Estable]. De acuerdo con los documentos que rigen al encargo fiduciario del proyecto, los fondos deben ser transferidos a la cuenta del PA en un plazo de un día hábil. En ese sentido, Fitch considera que el riesgo de mezcla de recursos es inmaterial.	No aplica

Fuente: Fitch Ratings, documentos de la emisión

Aplicación de Metodologías y Suficiencia de la Información

Aplicación de Metodologías

Consulte en página 2 la lista de [Metodologías Aplicables](#).

Fitch Ratings aplicó la “Metodología de Calificación de Notas Estructuradas de Vinculación Crediticia Sencilla y Múltiple” como su metodología de sector específico, bajo el marco provisto por la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, la cual es su metodología maestra para el sector. Las otras metodologías enlistadas en “Metodologías Aplicables” son intersectoriales e indican el enfoque de Fitch en relación con la vulnerabilidad al riesgo de contraparte.

Suficiencia de la Información

Bancolombia Banca de Inversión, en su condición de estructurador, y Tmsa, como ente gestor, suministraron a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente, así como la documentación de la estructuración de la emisión y del proyecto. La información fue entregada en el formato solicitado por la agencia y, al revisarla, Fitch la consideró adecuada para el análisis.

Seguimiento

El análisis continuo del desempeño de las transacciones constituye una parte esencial del proceso de calificación de Fitch. La información exhaustiva, clara y oportuna sobre cada transacción es clave para evaluar el desempeño actual y formar una visión crediticia precisa. El proceso de seguimiento de la agencia se divide en dos partes: una revisión continua de la información y una revisión completa al menos dos veces al año, en un comité de clasificación. Cuando Fitch considere que falta información relevante, se utilizarán supuestos conservadores al revisar un crédito en curso. En casos extremos en los que la información sea limitada, la agencia procederá a retirar las clasificaciones. La información del desempeño de la emisión estará disponible para los suscriptores en <https://app.fitchconnect.com/home>.

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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 USD 1,000 a USD 750,000 (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 USD 10,000 y USD 1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación 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.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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".