

Investor Services S.A. S C V

An Affiliate of Moody's Investors Service, Inc.

Bogotá D.C. 23 de abril de 2010

Doctora

CAROLINA GARCIA ZARATE

Vocera del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias
FIDUCIARIA CORFICOLOMBIANA S.A.

Ciudad

Corficolombiana
No. 990.300.653-6

2010 ABR 23 P 3:35

RADICADO POR

REVISADO CON INTERÉS
NO ACEPTADO
SUJETO A VERIFICACION

065416

PISO TERCERO

En atención a la solicitud de la Superintendencia Financiera de Colombia realizada al representante legal de los tenedores de los títulos Estrategias Inmobiliarias "TEIS"¹ y en respuesta a la comunicación enviada por la Fiduciaria Corficolombiana S.A. a la Calificadora el 29 de marzo de 2010 donde se solicita "la opinión de la calificadora BRC sobre el eventual impacto que tendrá sobre la estructura del proceso y sobre la calificación de los títulos los siguientes ajustes que se proponen a la asamblea de tenedores: a) el pago en especie de los inmuebles b) el cambio de la estructura de la oferta, c) el cambio de la metodología de cálculo de los niveles de exposición, endeudamiento financiero y remuneración de la administradora de los inmuebles". En este orden de ideas, el concepto de la Calificadora sobre los aspectos anteriormente mencionados es el siguiente:

a) "El pago en especie de los inmuebles"

En este aspecto se solicita a BRC en particular opinar sobre lo siguiente: incluir en la estructura del PEI y en el prospecto de colocación al programa de emisión y colocación de títulos participativos del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias – primero, segundo y tercer tramo (en adelante prospecto de colocación): i) la definición de Pago en Especie, entendiéndose éste como "la potestad que tiene el Patrimonio Autónomo de recibir como parte o la totalidad del Precio de Suscripción de Títulos ofrecidos en la Primera Vuelta, la transferencia de la propiedad de determinado bien o bienes inmuebles"² y ii) la creación de la sección 2.3.6 en el prospecto de colocación donde se incluye que "El Patrimonio Autónomo podrá hacer Pagos en Especie para la adquisición de la totalidad o parte de un inmueble, siempre y cuando el valor a pagar con Títulos no sea superior al veinticinco por ciento (25%) del monto de emisión del respectivo Tramo"³.

La Calificadora considera que las buenas prácticas de gobierno corporativo de la Administradora (Administradora Inmobiliaria EC S.A.), los procedimientos de adquisición de bienes y la limitación de que el valor a pagar con títulos no sea superior al 25% del monto de emisión del respectivo tramo, sugieren inicialmente un riesgo marginal. Sin embargo, en la medida en que los cambios propuestos podrían incidir en el descuento que se obtiene en la adquisición de los inmuebles y posteriormente en la rentabilidad de títulos, la Calificadora revisará las políticas y normas que con el fin de garantizar la transparencia y equidad entre los inversionistas que pagan sus títulos en dinero y aquellos que los pagan en especie aplique la Administradora.

La Calificadora continuará realizando seguimiento a los procedimientos de estudio y adquisición de activos que se han caracterizado por su solidez y eficacia en los procesos de valoración del patrimonio autónomo, y en la determinación del precio de los títulos al momento de realizar la emisión y colocación de nuevos tramos, lo cual se encuentra claramente definido en el contrato de fiducia y en el prospecto de colocación.

b) "El cambio de la estructura de la oferta"

¹ Definidos como: Capítulo Definiciones - "Títulos" significa los títulos participativos denominados Títulos Estrategias Inmobiliarias ("TEIS") PROYECTO DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS.

² Fuente de información: Documento enviado por la Administradora. Modificaciones que se pretenden realizar al prospecto de colocación al programa de emisión y colocación de títulos participativos del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias – primero, segundo y tercer tramo.

³ Ibid.

Carrera 19 A No. 90 - 13 Oficina 708

Bogotá D. C., Colombia

PBX: (571) 508 22 12

Fax: 508 22 13

www.brc.com.co

Se solicita a BRC opinar en relación sobre la creación en el prospecto de colocación de la sección 1.7.10 Proporción y forma de la oferta en caso de Pago en Especie, definida como "En el evento en que el Patrimonio Autónomo pretenda adquirir uno o varios inmuebles mediante el pago con Títulos, (...) 1. Primera Vuelta.- La primera vuelta estará dirigida a las personas determinadas, quienes deben ser los propietarios de los inmuebles que el Patrimonio Autónomo adquirirá en desarrollo del respectivo Tramo, (...)"⁴

La Calificadora considera que el cambio en la estructura de la oferta no implica en principio un riesgo adicional que pueda afectar en el corto plazo la calificación otorgada por BRC en Eficacia en la Gestión de Portafolios y de Títulos Participativos Estrategias Inmobiliarias, por cuanto la calidad de una emisión no depende de la forma de oferta, ni de quién es su inversionista final sino de la capacidad, calidad y seguridad con que los diferentes agentes que hacen parte de la estructura (originador, Administrador, etc.) desarrollan su labor

c) El cambio en la metodología de cálculo de los niveles de exposición, endeudamiento financiero y remuneración de la administradora de los inmuebles."

a. "Cálculo de los niveles de exposición"

El cambio que se propone es el siguiente:

Modificación en el prospecto de colocación en la sección 2.3.3 Nivel de Exposición de:

"(...) El valor consolidado promedio de los activos arrendados a un arrendatario y a sus Sociedades Relacionadas no podrá exceder el cuarenta por ciento (40%) del Valor Promedio del Patrimonio Autónomo en un año calendario (...)". Subrayado fuera del texto original.

Por:

"(...) El valor consolidado promedio de los activos arrendados a un arrendatario y a sus Sociedades Relacionadas no podrá exceder el cuarenta por ciento (40%) del Valor de los Activos del Patrimonio Autónomo en un año calendario (...) "⁵. Subrayado fuera del texto original.

La Calificadora considera que si bien el cambio propuesto aumenta el riesgo de concentración en los diferentes tipos de activos, los niveles de exposición se han mantenido por debajo de los límites máximos establecidos en el prospecto de colocación desde la emisión del tercer tramo el pasado octubre de 2009. En consecuencia, BRC incorporará dentro de las respectivas revisiones (periódicas y/o extraordinarias) de las calificaciones la implementación de políticas que llegase a adoptar la Administradora como resultado del cambio propuesto en el caso en que éste fuese aprobado por la Asamblea de los Tenedores de los Títulos.

b. "Endeudamiento financiero"

El cambio que se propone es el siguiente:

Modificación en el prospecto de colocación en la sección 2.3.4 Endeudamiento Financiero, de:

"(...) El valor total del Endeudamiento Financiero del Patrimonio Autónomo no excederá el treinta y cinco por ciento (35%) del Valor de los Activos del Patrimonio Autónomo. (...) "⁶. Subrayado fuera del texto original. y en la Cláusula 7.2 del Contrato de Fiducia de:

"(...) El valor del Endeudamiento Financiero del Patrimonio Autónomo no excederá el treinta y cinco por ciento (35%) del Valor de los Activos del Patrimonio Autónomo. (...) "⁷ Subrayado fuera del texto original.

En opinión de la Calificadora, si bien el cambio de la base para medir el límite del endeudamiento del valor del patrimonio al valor de los activos implica que el PEI tendría la capacidad de aumentar su apalancamiento financiero y por lo tanto incurrir en un mayor riesgo, el registro histórico indica que este apalancamiento se ha ubicado por debajo del 20% del Patrimonio, es decir, en un nivel inferior al límite actualmente establecido del 35%. En consecuencia, BRC incorporará dentro de las respectivas revisiones (periódicas y/o extraordinarias) de las calificaciones la implementación de políticas que llegase a adoptar

⁴ Ibid.

⁵ Ibid.

⁶ Ibid.

⁷ Fuente de información: Documento enviado por la Administradora: Modificaciones al Contrato de Fiducia.

Investor Services S.A. s c v

An Affiliate of Moody's Investors Service, Inc.

la Administradora como resultado del cambio propuesto en el caso en que éste fuese aprobado por la Asamblea de los Tenedores de los Títulos.

c. "Remuneración de la administradora de los inmuebles"

En este punto se solicita la opinión de la Calificadora en cuanto a una modificación al Contrato de Administración Inmobiliaria respecto de la remuneración de la Administradora, donde se propone "(...)" incluir un nuevo componente en la remuneración de la Administradora. Este sería un componente variable que se generaría únicamente cuando se enajene uno de los inmuebles propiedad del PEI (la Remuneración Adicional (...))⁸.

BRC estima que la rentabilidad de los títulos podría verse afectada inicialmente de manera marginal dado el tamaño actual de los activos del patrimonio autónomo. Sin embargo, es importante precisar que este efecto a futuro dependería del comportamiento de diversas variables, entre ellas el entorno económico tanto global como local, lo que a su vez incide en el precio de mercado de los activos, la rentabilidad y características específicas de los activos.

Los títulos derivados del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias son de carácter participativo⁹, es decir, no existe una promesa de pago, cupón y/o rentabilidad fija (capital e intereses) establecida sino que ésta dependerá de los retornos generados por los ingresos del patrimonio autónomo, los cuales estarán dados principalmente por los cánones de arrendamiento de los inmuebles que conforman el portafolio de inversiones, y por la valorización o desvalorización de los mismos.

De otra parte en la medida en que la calificación en "Eficacia en la gestión de Portafolios" otorgada al PEI recoge la capacidad del vehículo de generar retornos ajustados por riesgo comparables con los del "benchmark" establecido y/o con otros portafolios de la misma naturaleza, el cambio sobre el que se propone opinar a BRC, será incorporado dentro de las futuras revisiones de la calificación, en el caso en que fuese aprobado por la Asamblea de los Tenedores de los Títulos.

No obstante, es importante precisar que en caso de materializarse algunas y/o todas las modificaciones propuestas por los administradores del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias, BRC podría realizar una revisión extraordinaria a las calificaciones otorgadas en Eficacia en la Gestión de Portafolios y/o de Títulos Participativos a los títulos Estrategias Inmobiliarias "TEIS".

Atentamente,

CAMILO DE FRANCISCO VALENZUELA

Director Asociado

BRC Investor Services S.A. SCV

An Affiliate of Moody's Investors Service, Inc.

CC. Jose Ignacio Robledo, Estrategias Corporativas S.A.

⁸ Fuente de información: Anexo I. Informe a los Inversionistas. 15 de abril de 2010. Documento enviado por la Administradora.

⁹ Resolución 400 de 1995. Título Tercero, Procesos de Titularización - Disposiciones Generales: Art. 1.3.1.5.- Los valores emitidos como resultado de procesos de titularización podrán adoptar las siguientes modalidades:

1. Títulos corporativos o de participación: En los cuales el inversionista adquiere un derecho o cuota en el patrimonio conformado por los activos objeto de movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genere el negocio objeto del contrato. Los títulos de participación podrán prever su redención parcial o total con antelación a la extinción del patrimonio o fondo, por razón de la liquidación de parte de sus activos.
2. Títulos de contenido crediticio: los cuales incorporan el derecho a percibir la cancelación del capital y de los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados en el título. Los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos.
3. Títulos mixtos: Son aquellos que de manera adicional a los derechos que confiere un título de participación pueden ser amortizables o pueden tener una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación.

Carrera 19 A No. 90 - 13 Oficina 708

Bogotá D. C., Colombia

PBX: (571) 508 22 12

Fax: 508 22 13

www.brc.com.co