

**PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS – PEI  
 ADMINISTRADO POR ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS S. A.  
 2a Revisión Periódica Tramo Uno y 1era Revisión Periódica Tramo dos**

<b>BRC INVESTOR SERVICES S. A.</b>	<b>Títulos Participativos</b>
<b>PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS - PEI</b>	<b>i AA+ Perspectiva Positiva</b>
<b>Cifras a Junio de 2008:</b> Valor Total de la emisión: \$500.000 millones Número de propiedades que componen el tramo uno y dos del patrimonio: 30 (Consolidados en 10 grupos de activos).	<b>HISTORIA DE LA CALIFICACION:</b> Revisión Periódica Tramo I y Calificación Tramo II: Octubre /07: i-AA+ Calificación inicial Tramo I: diciembre /06: i-AA+

*La información contenida en este documento se basa en el modelo de proyección financiera elaborado por Estrategias Corporativas S. A, el contrato de fiducia, el prospecto de colocación y demás información remitida por parte de Estrategias Corporativas S. A. en su condición de Administrador Inmobiliario y de Fiduciaria Corficolombiana S. A. en su condición de Agente de Manejo.*

<b>Títulos:</b>	<b>Títulos participativos</b>
<b>Ley de Circulación:</b>	<b>Nominativos</b>
<b>Emisor:</b>	<b>Patrimonio Estrategias Inmobiliarias - PEI</b>
<b>Originador:</b>	<b>Estrategias Corporativas S. A.</b>
<b>Administrador Inmobiliario:</b>	<b>Estrategias Inmobiliarias EC S. A.</b>
<b>Monto:</b>	<b>Hasta \$500.000 millones</b>
<b>Tramos:</b>	<b>Varios tramos, todos emitidos bajo las mismas condiciones (Títulos fungibles)</b>
<b>Valor tramo I:</b>	<b>\$107.605 millones</b>
<b>Fecha de emisión tramo I:</b>	<b>27 de febrero de 2007</b>
<b>Valor tramo II:</b>	<b>\$127.555 millones</b>
<b>Fecha de emisión tramo II:</b>	<b>22 de noviembre de 2007</b>
<b>Valor nominal del título:</b>	<b>\$4.798.300 cada título. La inversión mínima será de 10 títulos.</b>
<b>Plazo:</b>	<b>99 años prorrogables</b>
<b>Rentabilidad:</b>	<b>La rentabilidad de los títulos estará dada básicamente por los ingresos derivados del arrendamiento de los activos inmobiliarios y de la valorización o desvalorización de los mismos.</b>
<b>Readquisición de títulos:</b>	<b>Los inversionistas tendrán la opción de venderle al patrimonio autónomo hasta el 10% de los títulos que hayan adquirido y mantenido durante un periodo superior a 10 años consecutivos e ininterrumpidos, contados a partir de la fecha de adquisición, de acuerdo con los términos del prospecto de colocación.</b>
<b>Periodicidad de pago de rendimientos:</b>	<b>Semestral</b>
<b>Agente de manejo:</b>	<b>Fiduciaria Corficolombiana S. A. (antes Fiduvallle)</b>
<b>Representante legal de los tenedores:</b>	<b>Fiduciaria Colmena S. A.</b>
<b>Asesor Legal:</b>	<b>Brigard &amp; Urrutia Abogados</b>
<b>Bolsa de Valores:</b>	<b>Bolsa de Valores de Colombia – BVC</b>
<b>Administrador del programa de emisión:</b>	<b>Depósito Centralizado de Valores de Colombia S. A. DECEVAL</b>
<b>Destinatarios del programa:</b>	<b>Inversionistas calificados autorizados por la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores (Ahora Superintendencia Financiera) para invertir en el segundo mercado.</b>
<b>Derecho de suscripción preferencial:</b>	<b>Los inversionistas de los títulos del Patrimonio Autónomo a la fecha de publicación del aviso de oferta de un nuevo tramo tendrán derecho a suscribir preferencialmente los títulos del nuevo tramo.</b>

## **1. Fundamentos de la calificación**

La calificación de i-AA+ (doble A más) Perspectiva Positiva en grado de inversión otorgada a los Títulos del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI), es la segunda mejor calificación, e indica que los títulos calificados en esta categoría ofrecen una alta calidad, sin embargo ésta puede ser ligeramente afectada por condiciones económicas cambiantes. El signo positivo indica que la calificación se aproxima a la calificación inmediatamente superior.

La asignación de una "perspectiva" a la calificación evalúa un cambio potencial en sus condiciones e indica que ante un mantenimiento o mejoramiento de las condiciones financieras y operativas de la compañía, la emisión podría acceder a una calificación más alta una vez se consoliden en un periodo de tiempo mayor los resultados favorables que ha mostrado hasta junio del 2008.

**El otorgamiento de la perspectiva positiva a los títulos Estrategias Inmobiliarias se encuentra fundamentada en el sostenimiento y continuidad de actividades de la Administradora tendientes a seguir los planes definidos desde el inicio del PEI, al seguimiento y cumplimiento de las políticas de inversión y diversificación de los activos, y en la consistencia del flujo de caja que demuestran la gestión administrativa de la compañía para generar rentabilidades superiores a las ofrecidas inicialmente por el vehículo.** La rentabilidad<sup>1</sup> presentada por el segundo tramo emitido en noviembre de 2007 fue de 24,73% (E.A.) al 30 de junio de 2008, generando un aumento de la rentabilidad del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (tramos I y II) a 20,39% en el mismo periodo, cifra superior comparada con la rentabilidad estimada por el administrador al inicio de la operación de 15,5% y a la presentada en la pasada revisión de la calificadora (19,5%) en agosto del 2007 (tramo I).

**La estabilidad en los ingresos (por arrendamiento) reflejada en la buena calidad crediticia de los arrendatarios le permitió al PEI una ejecución de 101% de los ingresos netos frente a lo presupuestado a junio de 2008, que junto con importantes ahorros en gastos operacionales y un índice inflacionario mayor al proyectado<sup>2</sup> el PEI**

<sup>1</sup> La rentabilidad de los títulos esta dada por la valorización de los activos y los ingresos por concepto del pago de cánones de arrendamiento de los activos principalmente. Contrato de Fiducia.

<sup>2</sup> IPC Real5,69% vs 5% proyectado.

**alcanzó un flujo de caja ajustado<sup>3</sup> de 7,8% superior al estimado para el mismo periodo.** (ver tabla 1). Se espera que los ingresos mantengan esa tendencia debido a la implementación de políticas de seguimiento crediticio para los arrendatarios que le permite a la Administradora conservar la calidad los mismos, y por consiguiente la estabilidad de los ingresos. BRC ha tenido acceso a estos informes en donde se evidencia el cumplimiento de esta política.

**Otro aspecto importante que se le suma a la rentabilidad es la valorización de los activos del PEI, que gracias al adecuado seguimiento de las políticas de inversión y clasificación de las inversiones, los activos del primer tramo han obtenido una valorización (avalúo comercial) de 1% real (descontado del efecto de la inflación) de acuerdo a los informes presentados por un agente especializado. La calidad de los activos adquiridos para el segundo tramo junto con los procesos y estrategias del Administrador para preservar y adquirir nuevos activos permite prever prever que aumenta la probabilidad de que el ingreso por valorización continúe formando parte de la rentabilidad del PEI. No obstante, es importante que esta evolución favorable del valor de los inmuebles se consolide en el tiempo a través de los diferentes ciclos de la economía colombiana.**

**Uno de los riesgos planteados al inicio del PEI era la incertidumbre de la demanda de esta clase de títulos por parte de los inversionistas y la liquidez secundaria de los mismos, por ser una alternativa de inversión novedosa para el mercado colombiano, lo que se ha visto mitigado gracias a la alta demanda de los inversionistas en el mercado de valores colombiano de 4,53 veces para el tramo I (febrero de 2007) y de 11,88 veces para el tramo II (noviembre de 2007).** Desde la emisión del segundo tramo las transacciones realizadas en el mercado secundario de estos títulos pasaron de \$19.210 millones a diciembre de 2007 a \$25.800 millones a junio de 2008, lo que evidencia una evolución favorable de su liquidez en el mercado y que los mismos se han negociado con una prima sobre la valoración del día. No obstante, la liquidez de estos títulos es limitada por ser la mayoría de tenedores los fondos de pensiones quienes tienden a conservar en el largo plazo sus inversiones restringiendo la posibilidad de una negociación continua.

**El valor del título ha presentado un incremento constante desde la emisión del primer tramo y a la**

<sup>3</sup> Flujo de caja ajustado: Flujo de caja de Operación menos las inversiones en activos fijos  
Flujo de caja de Operación: EBITDA menos los gastos financieros

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

fecha ha realizado tres pagos de distribución de rendimientos a los inversionistas. Lo anterior se explica por la adquisición a descuento de los algunos bienes de los dos tramos y por la valorización de los activos del primer tramo<sup>4</sup>. La distribución de los rendimientos se ha realizado semestralmente tal como estaba estipulado en el prospecto de emisión<sup>5</sup>.

**El cumplimiento de las actividades planteadas en el plan estratégico de la Administradora desde su inicio permite anticipar que la calidad de los activos y de los arrendatarios se mantendrá así como el perfil crediticio del vehículo, lo cual mitiga los posibles efectos negativos en los flujos de caja por exposición a riesgos no crediticios como es el caso de mitigar al máximo la exposición al lavado de activos.**

**Se espera la continuidad de la calidad de los activos y de los arrendatarios del PEI debido a que Estrategias Inmobiliarias incorporó un sistema de control de prevención de lavado de activos<sup>6</sup> para las actuales y futuras adquisiciones y arrendatarios,** que les permite continuar recibiendo oportunamente los ingresos por arrendamiento debido a que mitiga los riesgos asociados al lavado de activos.

**La experiencia y trayectoria de RAIZ S. A. (Operador Inmobiliario) junto con la Administradora le permite al PEI contar con mecanismos que preserven y aumenten el valor de las inversiones y la calidad de los activos reflejándose en un beneficio para los inversionistas mediante el desarrollo de un formato de "Evaluación del estado actual del inmueble prospecto" que le permite determinar parámetros y características físicas de los inmuebles potenciales en el proceso de compra de propiedades y seguimiento periódico a los inmuebles.**

**Una fortaleza con la que cuenta actualmente el PEI es la contratación de Price Waterhouse Coopers en el primer semestre del 2008, para realizar los procesos de auditoría externa sobre los estados**

**financieros semestrales del PEI, con el propósito de brindar una mayor transparencia al proceso de distribución de rendimientos del PEI y consolidar aún más la confianza de los inversionistas.** Lo anterior refleja las prácticas de buen gobierno corporativo que viene implementando el administrador inmobiliario desde el inicio del vehículo.

**La entrada del segundo tramo al portafolio del PEI, le dio mayor diversificación en la composición de los arrendatarios y de los activos del vehículo, excepto por ubicación geográfica, donde Bogotá pasó de 52% a 75,5%, teniendo como límite establecido 70% para esta ciudad.** Sin embargo, en el prospecto de emisión y contrato de fiducia estipula que estos límites deben ser cumplidos en un plazo no superior a 24 meses (2 años) contados a partir de la fecha de emisión (Febrero de 2007). El PEI espera emitir un tercer tramo en el segundo semestre del 2008 que le permitiría además de brindarle a los inversionistas una mayor rentabilidad, disminuir la actual concentración y diversificación antes de febrero de 2009, fecha máxima para el cumplimiento de los límites.

**Dentro de los planes contemplados por la Administradora, se encuentra la emisión de un tercer tramo, que permitiría continuar con el crecimiento del PEI, a través de activos que cumplan con las especificaciones para mantener la calidad de los mismos y de los arrendatarios.** Actualmente se encuentran en proceso de negociación con varias compañías (para la adquisición de bodegas, oficinas, centros comerciales y grandes superficies en diferentes ciudades del país). **La compra de estos activos se haría a través de la obtención de recursos de la emisión del tercer tramo** y con una línea de crédito puente con un banco calificado AAA con que cuenta el PEI, que le permite apalancarse en los anticipos de promesa de compra venta de los activos y tomar oportunidades de mercado sobre activos frente a otros competidores.

**Se ha fortalecido la estructura administrativa a través de la contratación de la Gerente Administrativa del PEI en el primer semestre de 2008, quien ha venido trabajando en el desarrollo de la estandarización de los procesos para una gestión más eficiente de las partes involucradas y un mayor control sobre las operaciones de facturación, recaudo y cartera,** permite anticipar que la emisión de un tercer tramo además de contar con procesos más sólidos de análisis de calidad de los activos y riesgo crediticio, continuará fundamentada en los adecuados procesos administrativos y operativos que soportan la estructura actual y futura de la inversión.

<sup>4</sup> Avaluó comercial recibido por la administradora a finales del 2007.

<sup>5</sup> i) Primera distribución de rendimientos: 15 de agosto de 2007 por un valor de \$149.975 por título; ii) segunda distribución de rendimientos el 14 de febrero de 2008 por un valor de \$122.492 por título y iii) tercera distribución de rendimientos el 15 de agosto de 2008 por un valor de \$235.864 por título.

<sup>6</sup> La Administradora no se encuentra en la obligación normativa de establecer este tipo de controles principalmente porque dentro de la estructura el requerimiento regulatorio de SIPLA lo tiene el agente de manejo. El PEI contrató a una firma internacional: Kroll Associates, Inc para este proceso.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

El PEI continua percibiendo un entorno de mercado positivo para la adquisición de activos gracias a las condiciones de tasas de interés y de demanda de recursos por parte de las empresas que ven en el PEI una forma de financiación, donde los potenciales vendedores han optado por el ingreso de recursos por medio de la venta parcial o total de sus activos. No obstante, representa un reto para la compañía consolidar en el mediano y largo plazo la tendencia favorable de la rentabilidad ante un escenario de desaceleración de la economía colombiana.

## **2. Análisis DOFA**

### **Debilidades**

- ✓ Información histórica inexistente sobre evolución y sostenibilidad de los retornos de Vehículos de inversión inmobiliaria en el mercado colombiano, y de un portafolio de referencia (*benchmark*).

### **Oportunidades**

- ✓ Expansión del vehículo a través de sus tramos adicionales y la ampliación de la emisión total, hacia un portafolio con un grado de diversificación mayor.
- ✓ Rentabilidades superiores a las actuales proyectadas dadas las condiciones del mercado.
- ✓ Amplia base de inversionistas
- ✓ Ventaja competitiva por contar con una línea de crédito puente con un banco local calificado AAA para la adquisición de activos.

### **Fortalezas**

- ✓ Calidad crediticia de los arrendatarios y excelente calidad de los activos.
- ✓ Diversificación del portafolio de inversiones.
- ✓ Estructura de los contratos de arrendamiento.
- ✓ Amplia experiencia y trayectoria de los administradores del Patrimonio Autónomo.
- ✓ Plazo indefinido del PEI: 99 años prorrogables.
- ✓ Auditoría externa sobre los estados financieros para mayor transparencia en el proceso de pago de rendimientos distribuibles.
- ✓ Implementación de un sistema de control de prevención de lavado de activos.
- ✓ Fortalecimiento en la estructura administrativa del PEI.

### **Amenazas**

- ✓ Condiciones adversas del mercado inmobiliario comercial: desvalorización de las propiedades y aumento de las tasas de vacancia.
- ✓ Deterioro de la calidad crediticia de los arrendatarios.
- ✓ Incertidumbre en las variables que afectan el mercado inmobiliario.

## **3. Estructura y descripción de la emisión**

La consecución de los recursos para la constitución del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias se inicia con la emisión de títulos respaldados por los derechos y obligaciones de los contratos de promesa de compraventa de los activos inmobiliarios previamente firmados con los propietarios de los bienes. El patrimonio autónomo únicamente comprará aquellas propiedades que ya se encuentren arrendadas (en caso contrario deberá contar con la aprobación del comité asesor) condición que busca garantizar la estabilidad de los ingresos una vez se haya realizado la inversión en el activo.

Con los recursos provenientes de la emisión se ejecutan los contratos de compra venta, y los activos pasan a ser propiedad del patrimonio autónomo, estos inmuebles constituyen el portafolio de inversiones que conforma el PEI, y son administrados por un operador profesional que se encarga de todos los procesos operativos asociados al mantenimiento y funcionamiento de las instalaciones (vigilancia, aseo, administración entre otros).

Con la titularidad de los bienes el patrimonio autónomo recibe como principal ingreso las rentas de las mencionadas propiedades, las cuales se traducirán luego de cancelar todos los costos y gastos de emisión, administración y operación, en la parte principal de los rendimientos distribuibles, que a su vez, junto con la valorización o desvalorización de los activos, determinarán la rentabilidad de los inversionistas.

El día 27 de Febrero de 2007 se colocó en el mercado de valores colombiano el total del primer tramo de la emisión del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI) por un monto de \$107.605 millones, siendo demandado por el mercado en 4,53 veces. Los principales inversionistas del título fueron los fondos de pensiones y cesantías con una participación del 88%, mientras que otros inversionistas (aseguradores, sector real, inversionistas extranjeros) obtuvieron el 12% restante.

El día 22 de noviembre del 2007 se colocó en el mercado de valores colombiano el segundo tramo del PEI por un monto de \$127.555 millones, demandado en primera instancia por los mismos inversionistas del primer tramo, quienes hicieron uso de su derecho de suscripción preferencial en un 93% los fondos de pensiones y Cesantías y el 7% restante distribuido entre nuevos inversionistas e inversionistas del tramo anterior. La colocación fue sobredemandada en 11,88 veces. A junio de 2008, el 81,4% de los tenedores son los Fondos de pensiones y cesantías del país y el 18,6% restante distribuido entre otras compañías del sector financiero, carteras colectivas e inversionistas del sector real.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

Desde la emisión del segundo tramo las transacciones realizadas en el mercado secundario pasaron de \$19.210 millones en diciembre de 2007 a \$25.800 millones en junio de 2008, lo que ha evidenciado una evolución favorable de su liquidez en el mercado. No obstante ésta es limitada comparativamente con otro tipo de títulos.

#### 4. Desempeño Financiero de la titularización

En el primer semestre de 2008, el desempeño financiero de la titularización ha sido positivo, donde el flujo de caja ajustado<sup>7</sup> fue de 7,8% superior al presupuestado, es decir, \$755 millones más respecto a lo originalmente presupuestado, lo anterior debido a la combinación de factores como: el ingreso por concepto de arrendamientos (cánones de arrendamiento); un índice inflacionario mayor al esperado<sup>8</sup> y ahorros importantes en los gastos operacionales, entre otros. (tabla 1).

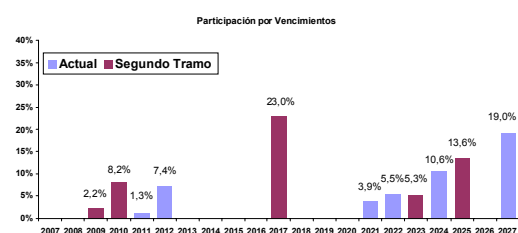
Tabla 1. Ejecución presupuestal

Millones de Pesos	Ejecutado	PPTO	% Ejecución
Ingresos Brutos	14.088	13.935	101,10%
-Vacancias			
Ingresos Netos	14.088	13.935	101,10%
Gastos Operativos	2.695	3.678	73,28%
EBITDA	11.393	10.258	111,07%
Utilidad Neta	5.983	4.130	144,86%
EBITDA	11.393	10.258	111,07%
Rendimientos Financieros Operativos	21	117	18,27%
Flujo de Operación	11.414	10.374	110,02%
Flujo de Operación Ajustado	11.184	10.374	107,80%

Fuente: Estrategias Inmobiliarias. Cifras a 30 de junio de 2008

El término de los contratos de arrendamiento de las propiedades actuales se encuentra distribuido desde uno hasta veinte años, siendo notablemente que cerca del 70% de los contratos tienen un plazo superior a 10 años (gráfico 1)

Gráfico 1. Participación por vencimientos



Fuente: Estrategias Inmobiliarias. Cifras a 30 de junio de 2008

<sup>7</sup> Flujo de caja ajustado: Flujo de caja de Operación menos las inversiones en activos fijos

Flujo de caja de Operación: EBITDA menos los gastos financieros

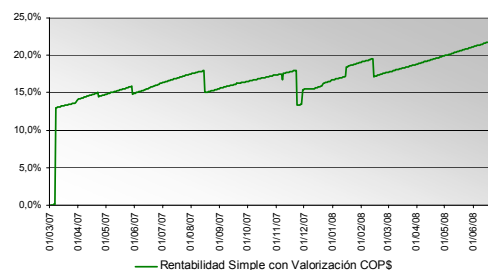
<sup>8</sup> 5,69% vs 5% proyectado

La vacancia actual de los activos del PEI es de 0%. Todos los contratos de arrendamiento tienen cláusulas penales de desistimiento y de renovación automática a menos que el arrendatario le comunique al administrador su intención de no renovar el contrato con un año de anticipación.

La rentabilidad<sup>9</sup> presentada por el segundo tramo emitido por la Administradora en noviembre de 2007 fue de 24,73% al 30 de junio de 2008, generando un aumento de la rentabilidad del PEI (tramos I y II) a 20,39% en el mismo periodo, cifra superior comparada con la rentabilidad estimada por el administrador al inicio de la operación de 15,5% y a la presentada en la pasada revisión de la calificadora (19,5%) en agosto del 2007 en el tramo I (Ver gráfico 2). Desde la emisión del primer tramo se han presentado tres caídas específicas del valor del título: i) primera distribución de rendimientos el 15 de agosto de 2007<sup>10</sup> por un valor de \$149.975 por título; ii) emisión del segundo tramo el 23 de noviembre de 2007 y iii) segunda distribución de rendimientos el 14 de febrero de 2008 por un valor de \$122.492 (Ver gráfico 3). El pasado 15 de agosto de 2008 se realizó el pago de rendimientos por un valor de \$235.864 por título dando como resultado un nuevo valor nominal del mismo de \$4.798.300

Otro aspecto importante que se le suma a la rentabilidad es la valorización de los activos del PEI, que gracias al adecuado seguimiento de políticas de inversión y clasificación de las inversiones, los activos del primer tramo han obtenido una valorización (avalúo comercial) de 1% real (descontado del efecto de la inflación) de acuerdo a los informes presentados por un agente especializado.

Gráfico 2. Rentabilidad desde el inicio del PEI



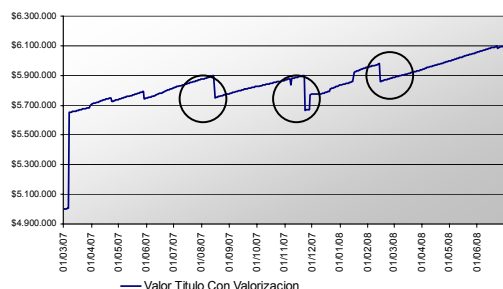
Fuente: Estrategias Inmobiliarias. Cifras a 30 de junio de 2008

<sup>9</sup> La rentabilidad de los títulos esta dada por la valorización de los activos y los ingresos por concepto del pago de cánones de arrendamiento de los activos principalmente. Contrato de Fiducia.

<sup>10</sup> La rentabilidad del PEI se asemeja a la rentabilidad de una acción, en donde los rendimientos son acumulados hasta el momento de su distribución.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

**Gráfico 3. Valor del título con valorización**



El incremento del valor del título se debe a la adquisición a descuento de los bienes de los dos tramos y a la valorización de los activos del primer tramo<sup>11</sup>. La distribución de los rendimientos se ha realizado semestralmente tal como estaba estipulado en el prospecto de emisión<sup>12</sup>.

De acuerdo con el contrato de fiducia del PEI se estipula que podrá obtener recursos en virtud de endeudamiento financiero con el propósito de realizar mejoras a los activos inmobiliarios, financiar el fondo de operación y maximizar el retorno potencial para los inversionistas. El valor total del endeudamiento no puede exceder el 35% del valor del Patrimonio Autónomo. El PEI cuenta con una línea de crédito puente con un banco local calificado AAA utilizado para dar un anticipo de la promesa de compra venta de un inmueble para el segundo tramo. El endeudamiento siempre ha estado presente en las estrategias del Administrador ya que le permitirá aumentar la rentabilidad de los inversionistas y el tener una línea de crédito puente le da al PEI a futuro una ventaja competitiva importante sobre otros agentes en la adquisición de activos.

**5. Composición y límites de concentración del portafolio de inversiones.**

El prospecto de emisión y el contrato de fiducia estipulan los siguientes límites en la distribución del portafolio, los cuales deben ser cumplidos en un plazo no superior a 24 meses (2 años) a partir de la fecha de emisión (Febrero de 2007):

- ✓ Límite por Arrendatario: Un arrendatario y sus sociedades relacionadas no podrá exceder el 40% del

<sup>11</sup> Avalúo comercial recibido por la administradora a finales del 2007

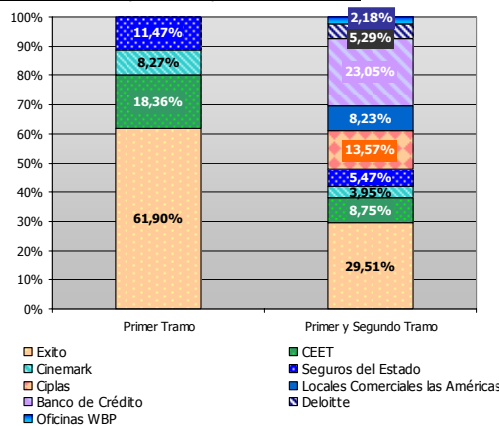
<sup>12</sup> i) Primera distribución de rendimientos: 15 de agosto de 2007 por un valor de \$149.975 por título; ii) segunda distribución de rendimientos el 14 de febrero de 2008 por un valor de \$122.492 por título y iii) tercera distribución de rendimientos el 15 de agosto de 2008 por un valor de \$235.864 por título.

Valor Promedio del Patrimonio Autónomo o de sus ingresos en un año calendario.

- ✓ Límite por tipo de activo (Grandes Superficies, Bodegas, Oficinas, etc.): La concentración en un tipo de activo no podrá exceder el 70% del valor del patrimonio o de sus ingresos.
- ✓ Límite por ubicación: 70% en Bogotá, 50% en Medellín y Cali y 30% en otras ciudades.

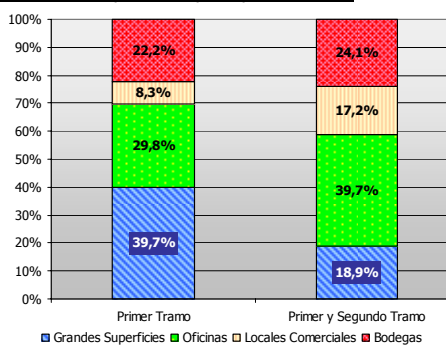
La entrada del segundo tramo al portafolio del PEI, dio mayor diversificación en la composición de los arrendatarios y de los activos excepto por ubicación geográfica, donde Bogotá pasó de 52% a 75,5%, excediéndose en 5,5% en el límite para esta ciudad. La composición actual del portafolio de inversiones es la siguiente:

**Gráfico 4. Composición por Arrendatario**



Fuente: Estrategias Inmobiliarias. Cifras a junio de 2008

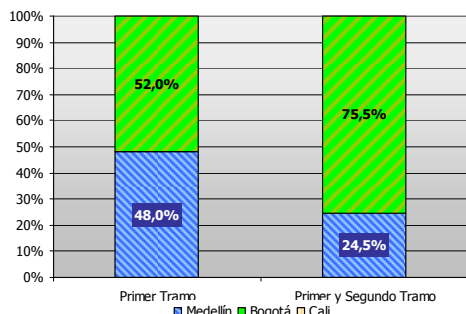
**Gráfico 5. Composición por tipo de activo**



Fuente: Estrategias Inmobiliarias. Cifras a junio de 2008

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

Gráfico 6. Composición por ubicación



Fuente: Estrategias Inmobiliarias. Cifras a junio de 2008

Sin embargo, el PEI espera emitir un tercer tramo en el segundo semestre de 2008 que le permita consolidar la rentabilidad a los inversionistas y disminuir la actual concentración geográfica para cumplir con los límites establecidos en el prospecto de emisión y el contrato de fiducia.

Desde la adquisición del segundo tramo, la Administradora adquirió una bodega que tiene por arrendatario a la compañía Seguros Mapfre<sup>13</sup>. De otro lado, se encuentra en proceso de negociación con varias compañías para adquirir oficinas, grandes superficies y locales comerciales, en varias ciudades del país). La compra de estos activos se haría a través de la obtención de recursos a través de la emisión del tercer tramo y con un crédito puente con un banco calificado AAA con que cuenta el PEI que le permite apalancarse en los anticipos de promesa de compra venta de los activos y tomar oportunidades de mercado sobre activos frente a otros competidores.

## 6. Estabilidad y generación de flujo de caja

La estabilidad del flujo de caja de la titularización depende principalmente de la calidad crediticia de los arrendatarios y de su diversificación, de los plazos de terminación de los contratos de arrendamiento y de los niveles de vacancia de las propiedades.

Para el control del riesgo crediticio, la administradora diseñó una política de seguimiento la cual determina en primera instancia si la compañía arrendataria se encuentra o no calificada y si está en grado de inversión o especulación. Si la firma se encuentra calificada en grado de inversión por parte de una reconocida Agencia Calificadora no se toman medidas adicionales. Si por el contrario no se encuentra calificada o se encuentra en

<sup>13</sup> Con contrato a 11 años. Los recursos para esta compra fueron a través de un crédito puente que será cancelado con la colocación del tercer tramo.

grado especulativo, el Administrador Inmobiliario procede a realizar un seguimiento trimestral de los principales indicadores financieros para determinar si éstos se encuentran en los niveles de alarma (previamente establecidos) y de ser así transmitirle dichos resultados al Comité Asesor quién decidirá las acciones pertinentes a tomar<sup>14</sup>.

BRC ha tenido acceso a los informes de riesgo crediticio presentados por Estrategias Corporativas al Comité Asesor en donde se evidencia el cumplimiento de la política de seguimiento crediticio, así como la no presencia de indicadores en los niveles de alarma para ninguno de los arrendatarios tanto del primer tramo como del segundo.

A continuación se presentan las calificaciones disponibles de los arrendatarios:

Tabla 2. Calificación de los arrendatarios:

Arrendatario	Calificación	Entidad Calificadora
<b>Calificados</b>		
Almacenes EXITO	AAA	Duff & Phelps de Colombia
Cinemark	B	Standard & Poors
Delima Mercer*	BBB-	Standard & Poors
Banco de Crédito	AA+	Duff & Phelps de Colombia
Mapfre	A+	AM Best
<b>No Calificados</b>		
Ciplas		
El Tiempo		
Seguros del Estado		
Deloitte Colombia		

\* Calificación para Marsh & McLennan, compañía holding de Mercer

## 7. Aspectos administrativos y operacionales

El sostenimiento y consecución de las actividades de la Administradora han permitido el cumplimiento de los planes estratégicos planteados al inicio del PEI, donde los aspectos administrativos implementados juegan un papel importante en el mejoramiento de la calidad de los activos, la calidad crediticia de los arrendatarios y la estandarización de procesos administrativos y operativos, entre otros.

La Administradora asesorada por RAIZ S. A. (Operador inmobiliario) desarrolló un formato de "Evaluación del estado actual del inmueble prospecto", que le permite determinar parámetros y características físicas de los inmuebles potenciales en el proceso de compra de propiedades. Este formato pondera diferentes parámetros que van desde el arquitectónico y constructivo hasta sistemas hidráulicos y de seguridad, entre muchos otros. Lo anterior le permite a PEI contar con mecanismos que preserven y aumenten el valor de las inversiones lo que se vera reflejado en un beneficio para los inversionistas.

<sup>14</sup> Este análisis no aplica para los arrendatarios que representan menos del 1% del total de los ingresos anuales del PEI.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

A pesar de que Estrategias inmobiliarias no se encuentra en la obligación regulatoria de establecer un sistema de control de prevención de lavado de activos (la obligación la tiene el agente de manejo), en el primer semestre del 2008 contrató una firma internacional<sup>15</sup> para la incorporación de este sistema, en donde a través de una metodología que cubre la evaluación de los procedimientos establecidos por el PEI para la adecuada identificación de los clientes, evaluación de las áreas operativas del PEI más sensibles al tema de lavado de activos, identificación de riesgos existentes con inversionistas, vendedores de activos y arrendatarios, entre otros.

Como resultado del informe de la firma internacional, el PEI cuenta con listas de chequeo de actividades de prevención de activos que le permitirá tener un control más estricto de estas, para saber en que momento debe realizarse el chequeo y quién es el responsable de ejecutarlo.

Un aspecto ponderado positivamente por la calificadora fue la contratación de Price Waterhouse Coopers para realizar los procesos de auditoría externa sobre los estados financieros semestrales, con el propósito de darle transparencia al proceso de distribución de rendimientos del PEI y mayor confianza para los inversionistas. Lo anterior refleja las prácticas de buen gobierno corporativo que viene implementando el administrador inmobiliario.

En el primer trimestre del 2008, la administradora contrató a la Gerente Administrativa del PEI para fortalecer su equipo de manejo inmobiliario quien ha venido estandarizando los procesos administrativos y operativos para permitir una gestión más eficiente del PEI y tener mayor control sobre las operaciones de facturación, recaudo y cartera.

De acuerdo con la información registrada en las actas del Comité Asesor, presentaciones del Administrador Inmobiliario y reportes del operador inmobiliario, todas las partes del vehículo han cumplido en la manera prevista en el prospecto de colocación y en el contrato de fiducia con sus labores y funciones en el control, supervisión, administración, seguimiento y operación de los activos inmobiliarios y de las actividades relacionadas.

Estrategias Inmobiliarias ha desarrollado un Código de Buen Gobierno, el cual busca regular las diferentes relaciones entre la empresa y demás entidades en su calidad de Administrador, así como determinar el código de ética y conducta de los funcionarios de la organización.

<sup>15</sup> Kroll Associates Inc.

De la misma forma establece los diferentes mecanismos tendientes a mitigar cualquier clase de conflicto de interés.

Adicionalmente al cumplimiento apropiado de las funciones de cada una de las partes del proceso, el Administrador Inmobiliario cuenta con un software especializado para el manejo de REITs (*Argus*) el cual es a nivel mundial el programa más usado para la valoración, manejo de portafolio, presupuesto y proyecciones de vehículos de inversión inmobiliaria. El manejo de este programa y su adaptación al PEI fue realizado por el Gerente Inmobiliario quien tiene amplia experiencia dada su participación en procesos similares en los Estados Unidos.

RAIZ S.A (Operador Inmobiliario) desarrolló un aplicativo que le permite almacenar en forma electrónica la documentación de cada uno de los activos, es decir, los contratos, los avalúos, facturación, impuestos, entre otros, para consulta de los agentes de manejo como la Administradora, los asesores jurídicos (firma Brigard & Urrutia Abogados) y el mismo operador Inmobiliario. La documentación física de los activos se conserva en el agente fiduciario.

El PEI continua buscando el crecimiento de su estructura, buscando activos que cumplan con las características de calidad y potencial de valorización basados en la política de inversión, que como se menciono anteriormente, la Administradora se encuentra en proceso de estructuración de la emisión de un tercer tramo que le permitirá cumplir con otras de las estrategias como son: la atomización de las concentraciones por tipo de activo, arrendatario y ubicación y mayor liquidez de los títulos; y proveer a los inversionistas de información sobre el PEI para lo cual publica periódicamente en su página Web características de cada uno de los activos, información sobre la administradora, noticias sobre el sector inmobiliario, reportes de la calificadora, entre otros.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

## ***PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS – Títulos de Participación Inmobiliaria***

### **CALIFICACIONES DE TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN INMOBILIARIA**

Esta calificación mide la calidad de los títulos emitidos en función de la rentabilidad esperada vía valorización de los activos, flujos de caja y condiciones de la emisión. Se busca determinar la fortaleza de las garantías y de las estructuras con el fin de otorgar calificaciones superiores a la deuda del originador.

Cada una de las escalas señaladas a continuación puede tener un signo positivo (+) o negativo (-), excepto la escala AAA, dependiendo si la calificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

#### **Grados de inversión:**

<b>i AAA</b>	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen la más alta calidad, reflejo de posibilidades de rendimientos dados por las perspectivas de valorización de los activos subyacentes, por los flujos de caja provenientes de cánones de arrendamiento y por las condiciones de la emisión.
<b>i AA</b>	Los títulos de esta categoría ofrecen una alta calidad, sin embargo, ésta puede ser ligeramente afectada por condiciones económicas cambiantes.
<b>i A</b>	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una muy buena calidad, sin embargo, es más variable en periodos de inestabilidad económica.
<b>i BBB</b>	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad satisfactoria. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.

#### **Grados de no inversión o alto riesgo**

<b>i BB</b>	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
<b>i B</b>	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad muy inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar con frecuencia.
<b>i CCC</b>	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad incierta.
<b>I EEE</b>	Sin suficiente información para calificar.

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S.A.- Sociedad Calificadora de Valores- 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, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*