

Bogotá D.C., 02 de abril de 2007

Doctor  
**MAURICIO AMADOR**  
Vicepresidente Financiero  
**TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.**  
Ciudad

Estimado Doctor:

Cumplidos los procedimientos para la revisión anual de la calificación y de conformidad con el análisis y estudio de toda la documentación recibida, le informamos que los miembros del comité técnico de BRC Investor Services S.A. (en adelante BRC) en reunión realizada en el mes de abril de 2007, han decidido otorgar a Titularizadora Colombiana S.A. la siguiente calificación:

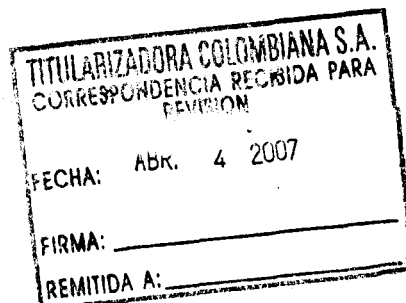
✓ Riesgo de Contraparte: AAA (Triple A)

Adjunto enviamos el documento de calificación definitivo, el cual contiene los fundamentos con base en los cuales se adoptó la decisión final por parte de los miembros del comité técnico de BRC.

Cordialmente,

  
**MARTHA LUCÍA MUÑOZ RAMÍREZ**  
Director Asociado  
**BRC INVESTOR SERVICES S. A.**  
Sociedad Calificadora de Valores

Anexo: Lo anunciado  
SDGT



Acta de comité técnico No.:001  
 Fecha de comité técnico: 02 de abril de 2007

**TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.**  
**Revisión Anual**

BRC INVESTOR SERVICES S. A.	RIESGO DE CONTRAPARTE
TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.	AAA (Triple A)
<b>Cifras en millones de pesos a diciembre de 2006</b>	<b>Historia de la calificación:</b>
Activos totales: \$124.362; Pasivos totales: \$20.316;	Revisión extraordinaria agosto de 2006: <b>AAA</b>
Patrimonio: \$ 104.046; Ingresos operacionales: \$ 33.090;	Revisión anual marzo de 2006: <b>AAA</b>
Utilidad neta: \$ 11.202; ROE: 9,01%; ROA: 10,77%	Revisión anual enero de 2005: <b>AAA</b>
	Calificación Inicial marzo de 2004: <b>AAA</b>

La información financiera incluida en este reporte está basada en estados financieros auditados de los años 2003, 2004, 2005 y diciembre de 2006, e información adicional entregada a la calificadoradora.

**1. Fundamentos de la calificación**

La Junta Directiva de BRC Investor Services decidió mantener la calificación de AAA (triple **A**) en riesgo de contraparte otorgada a Titularizadora Colombiana S. A. La calificación AAA Indica que la administración de riesgo, capacidad operativa, estructura financiera, así como la eficiencia y capacidad gerencial de las instituciones calificadas en esta categoría es excelente.

La calificación otorgada a Titularizadora Colombiana **se encuentra fundamentada en su fortaleza patrimonial**, resultado de la generación y capitalización continua de utilidades netas, y del compromiso adicional de sus accionistas a través del aporte de capital vía bonos convertibles en acciones, de los cuales fueron capitalizados durante el 2006 \$13.614 millones, quedando un remanente de \$11.736 millones que serán trasladados al patrimonio durante el 2007.

En efecto, mientras que a diciembre de 2005 el patrimonio de la entidad era de \$86.458 millones a diciembre de 2006 alcanzaba los \$104.046 millones. Este valor se encuentra por encima del patrimonio de la mayoría de sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa y de algunos bancos, lo que demuestra la fortaleza patrimonial de una compañía que adicionalmente no realiza actividades crediticias ni de trading activo.

Los accionistas de la Titularizadora constituyen una fortaleza de la compañía, ya que en general **corresponden a algunos de los bancos más importantes del sector (quienes a su vez son los principales originadores de cartera hipotecaria) además de la Corporación Financiera Internacional**. Esta composición le brinda a la entidad respaldo patrimonial, sinergias

comerciales y operacionales, además de elevados estándares en términos de gobierno corporativo.

Así mismo, es importante mencionar el reconocimiento y experiencia de los directivos de la entidad, quienes se han desempeñado durante largos periodos en el sector financiero colombiano.

La calificación otorgada también pondera la **estabilidad y sostenibilidad de los ingresos a través del tiempo**, lo cual ha sido el resultado de una adecuada composición de los ingresos (basada en comisiones de estructuración, administración y éxito de la cartera titularizada) que le ha permitido cubrir adecuadamente sus gastos operacionales, registrar flujos de caja positivos y mantener un endeudamiento bajo.

En los dos últimos años cerca del 70% del total de los recursos percibidos por la entidad han provenido de las comisiones, recursos que ingresan constantemente a lo largo de la vida de las titularizaciones, por lo que su comportamiento es recurrente y garantiza un flujo de caja adecuado para el funcionamiento normal de la compañía. De esta manera, y de acuerdo con las proyecciones de la titularizadora, las comisiones de administración recibidas durante el 2007 serán suficientes para cubrir totalmente los gastos de operación de la compañía.

A pesar de la estabilidad de los ingresos presentada por la Titularizadora, es importante mencionar que las comisiones dependen directamente del volumen de la cartera titularizada, la cual a su vez está supeditada a las condiciones generales de la economía colombiana (nivel de desempleo, tasas de interés, inflación entre otras) y particularmente del sector hipotecario y de la construcción. En este sentido, cabe anotar que debido al desempeño favorable de la economía del

país y a la apropiada gestión comercial de la Titularizadora, **durante el año 2006 se colocaron títulos hipotecarios por \$1,41 billones, cifra considerablemente superior a los \$0,54 billones registrados durante el 2005.**

El incremento en el volumen de la cartera titularizada, permitió mitigar el efecto negativo de dos factores que afectaron los ingresos operacionales de la firma. El primero tuvo que ver con el crecimiento sustancial de los prepagos<sup>1</sup> de los créditos que constituyen el activo subyacente de las titularizaciones, situación que disminuyó el monto colocado y consecuentemente las comisiones de administración cobradas sobre el mismo. En efecto, entre diciembre de 2005 y diciembre de 2006, las comisiones de administración se redujeron en 17,24%.

El segundo factor estuvo relacionado con la volatilidad de los mercados locales e internacionales de deuda pública que causaron desvalorizaciones en las diferentes inversiones de la mayoría de los agentes del sistema financiero. En este sentido, dado que el portafolio de inversiones de la Titularizadora<sup>2</sup> constituye cerca del 70% del total de los activos, los ingresos financieros se redujeron en 4,92% entre diciembre de 2005 y diciembre de 2006. En este punto es importante mencionar que el portafolio de la compañía es estructural y no de trading, por lo que la pérdida no implica necesariamente una salida de caja.

Como consecuencia de la reducción de las comisiones y de los ingresos derivados del manejo del portafolio, **los ingresos operacionales de la firma presentaron una disminución de 10,34% durante el 2006**, lo que consecuentemente generó un decrecimiento en la utilidad neta de 23,98% y menores indicadores de rentabilidad frente a los presentados años atrás.

Con el propósito de diversificar sus fuentes de ingresos, fortalecer sus indicadores de rentabilidad y lograr una mayor penetración de mercado<sup>3</sup> la entidad

<sup>1</sup> Durante el 2006 los prepagos de créditos alcanzaron máximos históricos cercanos al 33% del total de la cartera titularizada. En algunos títulos hipotecarios las tasas anualizadas de prepago o llegaron al 90%.

<sup>2</sup> El portafolio de la compañía se encuentra básicamente conformado por TES, títulos hipotecarios TIPS y otros bonos hipotecarios.

<sup>3</sup> Actualmente la cartera titularizada por la Titularizadora Colombiana constituye el 26% del total de los créditos productivos y el 62% de la cartera vencida.

ha enfocado su estrategia para los próximos años hacia los siguientes puntos:

- ✓ Crecimiento de las titularizaciones tradicionales en UVRs.
- ✓ Nuevas estructuraciones y colocaciones en pesos.
- ✓ Estructuración y colocación de titularizaciones hipotecarias con nuevos originadores no bancarios (Cajas de compensación familiar, cooperativas y fondos de vivienda gubernamentales).
- ✓ Incursión y consolidación en el mercado internacional.
- ✓ Apoyo y soporte en la homogenización de los procedimientos del sector hipotecario.
- ✓ Generación de información adicional respecto a la financiación de vivienda para los deudores hipotecarios.

La búsqueda de nuevas fuentes de ingreso constituye una fortaleza para la compañía en términos de crecimiento y diversificación; sin embargo, es también un reto importante el desarrollo y la aplicación de diversas medidas y controles que le permitan identificar, medir y analizar los diferentes riesgos asociados a los nuevos productos y mercados.

A futuro y de acuerdo con la consolidación de la estrategia y con la disminución o estabilización de los prepagos en niveles cercanos a los históricos<sup>4</sup>, se espera que la Titularizadora Colombiana logre optimizar sus indicadores de rentabilidad alcanzando y mejorando sus registros históricos. Sin embargo, **es importante mencionar que los resultados alcanzados por la firma durante el 2006 son favorables en comparación con los presentados por otras entidades** de servicios financieros como sociedades fiduciarias y comisionistas de bolsa.

Otro de los factores positivos ponderados por la calificación lo constituyen los **adecuados procesos operativos para el seguimiento y control de los bancos administradores**. De esta manera, la compañía cuenta con métodos estándar que establecen los parámetros necesarios para calificar a los administradores y así evaluar su participación y permanencia en las titularizaciones. Esta metodología utiliza variables que miden la capacidad de la infraestructura de los bancos para la administración de cartera hipotecaria incluyendo entre otros la

<sup>4</sup> La normalización en las tasas de prepago ya se ha ido observando en algunas de las emisiones.

*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.*

plataforma operativa y tecnológica, la estructura corporativa, jurídica y financiera entre otros.

**La compañía cuenta con políticas claras y definidas para la adquisición y seguimiento del portafolio de créditos titularizado.** Cabe anotar que para cada uno de los procesos llevados a cabo en la titularizadora (desde los macroprocesos<sup>5</sup> hasta las actividades operacionales), existen indicadores de gestión, que le permiten a la gerencia realizar un seguimiento continuo a cada una de las labores desempeñadas e iniciar las medidas preventivas o correctivas pertinentes.

Desde el año 2005, Titularizadora Colombiana ha venido trabajando en el desarrollo de un software integrado que le permita llevar un control estandarizado y en línea de los administradores y de la cartera titularizada. Durante el año 2006 se hicieron avances importantes en este sentido, alcanzando un desarrollo consolidado de la aplicación de 60%, quedando pendiente un 40% que se espera se encuentre finalizado durante el primer semestre de 2007, para un pleno funcionamiento del programa durante el segundo semestre del presente año. Adicionalmente, la entidad cuenta con **apropiadas herramientas de software para el desarrollo de su negocio**, tales como programas para el área financiera y contable, y para la administración del portafolio propio.

En cuanto a la medición y control de riesgo operacional, la entidad cuenta con un modelo de riesgo operativo basado en el mapeo de procesos, subprocesos y actividades a través del cual se identifican los diferentes riesgos y se determinan las diferentes probabilidades de ocurrencia. Sin embargo aún es necesario establecer políticas formales y crear el manual de riesgos operacionales, lo cual se espera esté consolidado antes de finalizar el año 2007.

Con el fin de mantener un sólido esquema de liquidez en el evento que la entidad emita garantías contra su patrimonio, la calificadora determinó en el año 2003 algunos condicionamientos financieros, los cuales fueron modificados en el mes de agosto de 2006 por el bajo endeudamiento de la Titularizadora Colombiana, por su alto nivel de solvencia y por el riesgo conservador de su portafolio. Tales condicionamientos se resumen a continuación:

<sup>5</sup> Estructuración de las emisiones, administración de títulos, monitoreo del portafolio y administración del disponible.

- ✓ La Titularizadora Colombiana no asumirá ningún tipo de contingencia o crédito diferente a aquellos derivados de la garantía extendida.
- ✓ Se hará entrega formal a la calificadora de una certificación trimestral dentro de los primeros 10 días siguientes al cierre de cada trimestre calendario. en donde conste que sólo existen garantías relacionadas con el objeto social de la Titularizadora y el monto de la misma.

De acuerdo con la comunicación remitida por la titularizadora a BRC en el mes de enero de 2007, los anteriores condicionamientos han sido cumplidos de la manera estipulada. Así mismo, **la sociedad no presenta contingencias legales en contra que puedan amenazar la estabilidad patrimonial de la firma.**

## 2. Análisis DOFA

### Fortalezas

- ✓ Fortaleza patrimonial.
- ✓ Bajo nivel de endeudamiento.
- ✓ Estabilidad de los ingresos a través del tiempo.
- ✓ Socios estratégicos en el negocio hipotecario.
- ✓ Adecuados procesos para controlar, medir y evaluar la gestión de los administradores de cartera.
- ✓ Apropriad metodologías para la medición y control del riesgo de mercado y de crédito.
- ✓ Adecuada estructura organizacional con una clara diferenciación de cada una de las áreas que intervienen en la actividad.
- ✓ *Know How* en titularizaciones de créditos.
- ✓ Calidad y experiencia del equipo de trabajo.
- ✓ Gerencia a través de indicadores de gestión.

### Oportunidades

- ✓ Colocación de nuevas emisiones en pesos.
- ✓ Desarrollo de nuevas titularizaciones basadas en nuevos activos y nuevos originadores.
- ✓ Incursión y consolidación en mercados internacionales.
- ✓ Consolidación de la nueva plataforma tecnológica que le permitirá optimizar procesos y mitigar riesgos operacionales.
- ✓ Ampliación de la base de inversionistas para los títulos hipotecarios.
- ✓ Dinamismo en el sector de la construcción.

*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.*

**Debilidades**

- ✓ **Exposición** a situaciones de prepago que originan disminución en los ingresos de la compañía por concepto de comisiones.

**Amenazas**

- ✓ Desaparición del beneficio tributario para las emisiones que se realicen después del 23 de diciembre de 2010.
- ✓ Niveles de prepago elevados
- ✓ Diferentes alternativas de liquidez para los originadores.

**3. Historia y descripción del negocio**

Titularizadora Colombiana nació en el año 2001 bajo el marco jurídico de la "ley de vivienda" (ley 546 de 1999) cuyo propósito principal era el de promocionar la financiación de vivienda luego de la crisis que atravesó el sector hipotecario desde el año 1997. A partir de esta ley se establecieron todos los parámetros requeridos para la creación de sociedades titularizadoras de créditos hipotecarios, las cuales pueden obtener recursos del mercado de capitales (por medio de la emisión de títulos valores derivados de los préstamos) y reducir la brecha de liquidez entre las operaciones activas y pasivas de las entidades originadoras.

Desde el inicio de sus operaciones Titularizadora Colombiana ha realizado trece emisiones de títulos hipotecarios, de las cuales 10 corresponden a titularizaciones de cartera productiva –TIPs- (8 en UVR y 2 en pesos) y 3 a titularizaciones de cartera no productiva –TECHs-. El saldo de estas emisiones a diciembre de 2006 fue de \$3,46 billones con lo que el portafolio de créditos titularizado por la compañía ocupa la mayor participación de mercado dentro del total de préstamos de vivienda otorgados por todo el sistema financiero colombiano. En efecto, la cartera productiva titularizada constituye el 26% del saldo total de hipotecas vigentes, mientras que en el caso de la cartera no productiva este porcentaje alcanza el 62% de los créditos en proceso judicial.

Este comportamiento muestra el desempeño favorable de la operación de la entidad y la consistencia entre los objetivos planteados y los resultados obtenidos.

Los accionistas de la Titularizadora constituyen una fortaleza de la compañía, ya que en general corresponden a algunos de los bancos más importantes del sector (quienes a su vez son los

principales originadores de cartera hipotecaria) además de la Corporación Financiera Internacional:

**Tabla 1 – Estructura accionaria de la compañía a diciembre de 2006.**

Accionista	%Part.
International Finance Corporation	21.25%
Banco Davivienda S.A.	21.10%
Banco BCSC S.A.	21.10%
Bancolombia S.A.	21.25%
Banco AV Villas S.A.	9.96%
Banco Colpatria S.A.	5.00%
Promotora de Inversiones y Cobranzas S.A.	0.15%
Compañía de Seguros Bolívar S.A.	0.15%
Rendifin S.A.	0.04%
<b>TOTAL</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Esta composición le brinda a la entidad respaldo patrimonial, sinergias comerciales y operacionales, además de elevados estándares en términos de gobierno corporativo y conocimiento del mercado hipotecario.

Para el 2007 y 2008, la estrategia de la titularizadora estará generalmente enfocada en los siguientes puntos:

- ✓ Crecimiento de las titularizaciones tradicionales en UVRs.
- ✓ Nuevas estructuraciones y colocaciones en pesos.
- ✓ Estructuración y colocación de titularizaciones hipotecarias con nuevos originadores no bancarios (Cajas de compensación familiar, cooperativas y fondos de vivienda gubernamentales).
- ✓ Incursión y consolidación en el mercado internacional: Actualmente la Titularizadora Colombiana se encuentra desarrollando junto con otros socios una compañía titularizadora en Perú, la cual ya ha sido constituida y se espera que su primera emisión de títulos sea colocada en el mercado peruano durante el segundo semestre de 2007. Adicionalmente, se han realizado estudios de factibilidad para el ingreso a los mercados de México y República Dominicana.
- ✓ Apoyo y soporte en la homogenización de los procedimientos del sector hipotecario.
- ✓ Generación de información adicional respecto a la financiación de vivienda para los deudores hipotecarios.

A través de esta estrategia, la compañía busca consolidar su posicionamiento en el mercado

*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.*

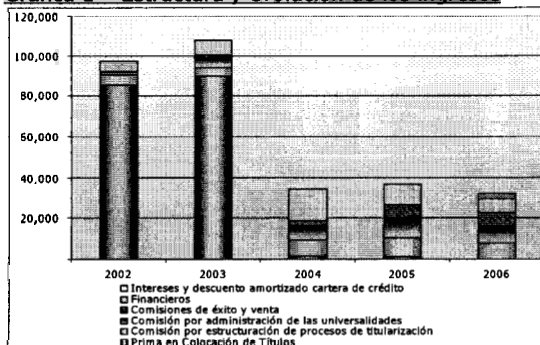
hipotecario, además de buscar nuevas fuentes de ingresos que le permitan reducir su dependencia a un sector y un tipo de activos.

Así mismo, cabe anotar que durante el 2006 la titularizadora realizó un esfuerzo importante en la comercialización de los títulos hipotecarios con potenciales inversionistas como algunas compañías de seguros, sociedades fiduciarias y entidades del sector real con excedentes de liquidez.

**4. Análisis financiero**

La estructura de los ingresos de la Titularizadora Colombiana ha estado básicamente conformada por las comisiones de administración y estructuración de las titularizaciones, y por los ingresos financieros derivados del manejo del portafolio de inversiones:

**Gráfica 1 – Estructura y evolución de los ingresos**



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Esta composición le ha permitido mostrar estabilidad y sostenibilidad en sus ingresos, toda vez que éstos se van amortizando a través de la vida de las emisiones de los títulos hipotecarios generando un flujo constante y suficiente de recursos para la cobertura de sus gastos operacionales. De esta manera, y de acuerdo con las proyecciones de la titularizadora, las comisiones de administración recibidas durante el 2007 serán suficientes para cubrir totalmente los gastos de operación de la compañía.

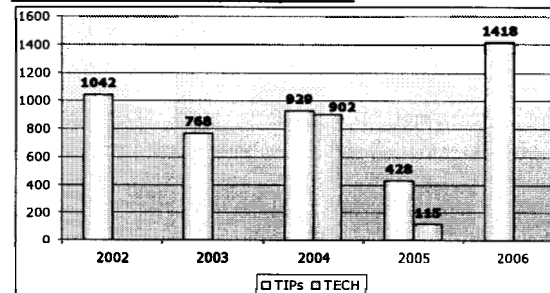
Durante el año 2006, la Titularizadora Colombiana registró utilidades netas por \$11.202 millones, lo que constituye una disminución de 23,98% respecto a los resultados del año anterior. Esta situación puede ser explicada principalmente por dos eventos:

- ✓ **Prepagos de la cartera de créditos:** En el 2006, debido al comportamiento positivo de la

economía colombiana y a la tendencia decreciente en las tasas de interés para créditos hipotecarios<sup>6</sup>, el nivel de prepagos se incrementó de manera importante hasta alcanzar un porcentaje cercano al 33% del total de la cartera titularizada a Diciembre de 2005. Esta situación, originó un decrecimiento en las comisiones de administración (10,08%) ya que estas se encuentran directamente relacionadas con el tamaño del portafolio de créditos y con el tiempo de cancelación de los mismos. En la medida en que la cartera titularizada y el tiempo de pago de los créditos sea menor, menores serán los ingresos recibidos por la administración de las titularizaciones.

Cabe anotar que la compañía mitigó el efecto de los prepagos sobre los ingresos, a través del incremento en la estructuración y colocación de nuevas titularizaciones, las cuales alcanzaron durante el 2006 un valor de \$1,41 billones, siendo un año particularmente positivo en comparación con las colocaciones históricas:

**Gráfica 2 -Titularizaciones por año**



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

- ✓ **Volatilidad del mercado de deuda pública:** Dado que el portafolio de inversiones de la compañía representa cerca del 70% de sus activos<sup>7</sup>, la volatilidad en el mercado local de deuda pública ocasionó desvalorizaciones en la mayoría de las posiciones que consecuentemente llevaron a una disminución en los ingresos financieros de 4,92%.

Resultado de la reducción en las utilidades netas de la firma los indicadores de rentabilidad mostraron disminuciones frente a los registrados el año anterior como se puede apreciar en la siguiente tabla:

<sup>6</sup> Motivada por la competencia bancaria y por la estipulación de tasas hipotecarias máximas por parte del Banco de la República.  
<sup>7</sup> Portafolio conformado por TES, títulos hipotecarios TIPS y otros bonos hipotecarios.

*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.*

**Tabla 2- Indicadores de rentabilidad**

	2,003	2,004	2,005	2,006
Margen operacional	87.7%	52.1%	57.9%	44.3%
Margen neto	11.1%	53.2%	39.9%	33.6%
ROA	13.8%	19.6%	12.0%	9.0%
ROE	18.2%	27.9%	17.0%	10.8%
ROE (Promedio mensual patrimonio)	20.2%	29.97%	18.2%	11.9%

Fuente: Titularizadora Colombiana

A futuro se espera que de acuerdo con el desarrollo de nuevos productos, la incursión en mercados internacionales, el incremento en las estructuraciones y colocaciones, y la disminución o estabilización de los prepagos en niveles cercanos a los históricos, la Titularizadora Colombiana logre mejorar sus indicadores de rentabilidad. Sin embargo, es importante mencionar que los resultados alcanzados por la firma durante el 2006 son favorables en comparación con los presentados por otras entidades de servicios financieros como sociedades fiduciarias y comisionistas de bolsa.

Gracias a la estabilidad de los ingresos de la Titularizadora así como a su adecuado control de gastos, la compañía ha mantenido históricamente un flujo de caja positivo<sup>8</sup>, el cual le ha permitido cubrir sus necesidades de capital de trabajo y mantener niveles bajos de endeudamiento como se puede apreciar en la siguiente tabla:

**Tabla 3- Indicadores de endeudamiento**

	2003	2004	2005	2006
Endeudamiento (Pasivos / Activos - valorizaciones)	15%	23%	21%	9%
Pasivos a CP / Total pasivos	19.2%	32.9%	29.4%	11.3%
Deuda financiera a CP	-	51	-	-
Deuda financiera a LP	12,681	24,128	25,377	11,736
Total deuda financiera	12,681	24,179	25,377	11,736
Deuda con proveedores	1,018	1,239	1,065	917

Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

La única obligación financiera de la Titularizadora corresponde a Bonos Convertibles en Acciones, de los cuales fueron capitalizados durante el 2006, \$13.614 millones, quedando un remanente de \$11.736 millones que serán trasladados al patrimonio durante el 2007.

Adicionalmente a los resultados positivos del flujo de caja, la liquidez de la compañía se encuentra respaldada por su portafolio de inversiones, el cual a diciembre de 2006 alcanzó un valor de \$86.770 millones y estuvo básicamente constituido por títulos del tesoro colombiano (TES) y títulos hipotecarios (TIPs); una porción de estos últimos es mantenida

<sup>8</sup> A diciembre de 2006, el flujo de caja de la Titularizadora Colombiana fue de \$16.695 millones.

con el objetivo de brindarle liquidez secundaria a los papeles en el mercado.

Es importante mencionar que el 85% del portafolio de inversiones de la Titularizadora corresponde a portafolio estructural y no de especulación, lo que mitiga su exposición a riesgos de mercado. La compañía cuenta con adecuadas herramientas y metodologías para la medición y control de riesgos de mercado como VaR, PV01, límites de duración, límites por tipo de activo, pruebas de *stress* y *backtesting*.

Gracias a la generación positiva de resultados, a la capitalización de utilidades y de los bonos convertibles en acciones, el patrimonio de la titularizadora ha presentado un crecimiento continuo desde el año 2002. De esta manera, mientras que a diciembre de 2005 el patrimonio de la entidad era de \$86.458 millones, a diciembre de 2006 alcanzaba los \$104.046 millones. Este valor se encuentra por encima del patrimonio de la mayoría de sociedades fiduciarias, comisionistas de bolsa y de algunos bancos, lo que demuestra la fortaleza patrimonial de una compañía que adicionalmente no realiza actividades crediticias ni especulativas.

**5. Aspectos operativos y tecnológicos**

**5.1 Estructura Organizacional**

La estructura organizacional de Titularizadora Colombiana se encuentra en cabeza de la presidencia, de quien a su vez se desprenden dos grandes áreas: la vicepresidencia financiera y la vicepresidencia de operaciones.

I. Vicepresidencia Financiera:

Esta área se subdivide en Dirección de Control Financiero, Dirección de Estructuración y Riesgo, y Dirección de Inversiones y Desarrollo de mercado:

Gráfica 3. Estructura de la Vicepresidencia Financiera



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

*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.*

Dirección de Estructuración y Riesgo:

**a. Riesgo**

Esta área se encarga de la medición y administración del riesgo asumido por el portafolio propio de la compañía y de los excesos de liquidez de las emisiones vigentes. Sus principales funciones comprenden el diseño y planteamiento de los límites de riesgo de crédito y de mercado (los cuales son aprobados por el ALCO<sup>9</sup>), así como el monitoreo permanente del cumplimiento de dichas políticas por parte del área de inversiones. De la misma forma, esta área se encarga de la medición de la valoración del portafolio a precios de mercado.

Como parte de los mecanismos de control interno implementados, la firma cuenta con los siguientes comités de gestión de administración de riesgos:

**Comité ALCO (pasivos y activos):** su objetivo es desarrollar e implementar la estrategia de activos y pasivos de la compañía, la cual es revisada periódicamente de acuerdo a los resultados obtenidos, y a las condiciones actuales y perspectivas futuras del entorno económico. Particularmente, el ALCO debe procurar que los objetivos de la empresa se cumplan, pero velando porque los límites de riesgo, se encuentren en niveles adecuados.

Dentro de sus principales funciones se encuentran:

- ✓ Fijación de estrategias con el fin de cumplir los objetivos financieros.
- ✓ Definición de los límites de riesgo de mercado y de crédito de la compañía.
- ✓ Análisis del riesgo de tasa de interés, moneda, descalce, riesgo básico y cambiario (incluyendo Gap y Basis Risk).
- ✓ Aprobación de la cartera hipotecaria a comprar, al igual que de la estructuración de nuevas emisiones.
- ✓ Implementación de la estrategia de activos y pasivos de la empresa, así como de su proyección financiera.
- ✓ Monitoreo a los requerimientos de capital
- ✓ Análisis y aprobación de nuevos productos

Este comité se reúne como mínimo cada quince días. Sus miembros son: el Presidente de la firma, el Vicepresidente de Operaciones, el Vicepresidente Financiero, el Director de Inversiones y Desarrollo del

<sup>9</sup> Comité de activos y pasivos

Mercado, el Secretario General y el Director de Riesgo.

**Comité de crédito:** Este comité debe aprobar los criterios de selección de cartera a comprar, revisar periódicamente la calidad del activo subyacente de cada universalidad, aprobar la metodología de los modelos de riesgo de crédito, aprobar los programas de normalización de activos que se utilicen en las carteras hipotecarias de las universalidades y revisar la sustitución/recompra de cartera cuando sea necesario después de realizar el Due Diligence a cada administrador.

El comité de crédito también fija los límites crediticios de las inversiones del portafolio propio. De la misma forma, establece los cupos de contraparte basados en una adecuada metodología que incorpora aspectos cuantitativos y cualitativos.

**b) Estructuración**

Las funciones del área de estructuración están enfocadas en diseñar y estructurar las nuevas emisiones. Para tal fin, la compañía selecciona la cartera a titularizar, teniendo en cuenta los criterios previamente definidos, y realizando una revisión minuciosa de los documentos legales y comerciales que soportan los créditos, con el fin de mitigar los riesgos asociados.

Posteriormente, la compañía coordina con los bancos el endoso de los créditos y la cesión de los seguros.

En el caso de los títulos hipotecarios de cartera productiva, la Titularizadora Colombiana evalúa la incertidumbre del comportamiento del flujo de caja derivado del activo subyacente relacionado con las obligaciones del título a emitir. Por otro lado, para los títulos hipotecarios de cartera improductiva, las coberturas y garantías están diseñadas para cubrir las desviaciones de la proyección de recuperación de las propiedades y su posterior venta.

Dirección de Inversiones y Desarrollo del Mercado

Esta área realiza las inversiones y gestiona el portafolio de la compañía, el cual está dividido en dos:

- ✓ Inversiones estructurales: tienen un perfil de largo plazo, y están compuestas en su mayoría por inversiones calificadas AAA, y en menor medida, AA+ y A. Las inversiones se han

*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.*

realizado en TES, TIPS, y en Bonos Hipotecarios. Este portafolio representa aproximadamente el 90% del total de las inversiones de la compañía.

- ✓ Portafolio de *Trading*: con el objetivo de aumentar la liquidez del mercado secundario de los títulos que la compañía estructura, Titularizadora Colombiana diariamente transa estos títulos (TIPS y TECHS) a través del mercado público de valores, siguiendo los lineamientos de riesgo de crédito y de mercado previamente establecidos.

**I. Vicepresidencia de Operaciones**

Gráfica 4. Estructura de la Vicepresidencia de Operaciones



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

Las funciones de esta área comprenden el seguimiento de las actividades de los administradores de la cartera titularizada y la administración del activo subyacente, que incluye los procesos de compra de cartera, de control de recaudo de los ingresos y de pago de comisiones.

La compañía ha establecido procedimientos de seguimiento continuo a la gestión de los administradores, con el fin de garantizar que cada administrador/vendedor realice en condiciones óptimas los procesos de pago, de seguimiento del activo subyacente, de cobro jurídico y de venta de los bienes recibidos en pago de los créditos vinculados a los procesos de titularización, bien sea de cartera productiva o improductiva.

La metodología usada por la compañía establece un estándar para calificar la gestión de los administradores, que permite autorizar su contratación y permanencia para participar en los procesos de titularización. Este sistema utiliza parámetros que miden la capacidad de la infraestructura de los bancos para la administración de cartera hipotecaria (incluyendo su plataforma operativa y tecnológica), así como identificar las mejores prácticas para su gestión.

Los parámetros tenidos en cuenta en este proceso son:

- ✓ Estructura corporativa.
- ✓ Estructura Jurídica.
- ✓ Estructura Comercial.
- ✓ Estructura Financiera.
- ✓ Políticas y procedimientos de otorgamiento y administración de créditos.
- ✓ Riesgo de Crédito.
- ✓ Estructura Tecnológica.
- ✓ Control Interno.

Teniendo en cuenta lo anterior, la Titularizadora Colombiana realiza periódicamente un proceso de re-certificación a los administradores de la cartera. Las metodologías empleadas para este proceso son adecuadas, y cumplen con los parámetros necesarios para mitigar el riesgo operativo a los que se encuentra expuesta cada emisión.

Cabe anotar que para cada uno de los procesos llevados a cabo en la titularizadora (desde los macroprocesos<sup>10</sup> hasta las actividades operacionales), existen indicadores de gestión, los cuales le permiten a la gerencia de la entidad realizar un seguimiento continuo a cada una de las labores desempeñadas y tomar de manera oportuna las medidas preventivas o correctivas pertinentes.

Administración del Activo Subyacente:

La compañía realiza seguimientos periódicos de los activos involucrados en las emisiones de cartera hipotecaria.

Los procesos incluyen la compra y sustitución de cartera, la administración de la cartera titularizada, la administración de las garantías, BRP's, seguros, la gestión de cobranzas y la liquidación y pago de los títulos. Estos procedimientos han sido claramente definidos en manuales con el fin de optimizar los resultados.

Back Office:

Los objetivos de ésta área comprenden los procesos de administración del activo subyacente y de la administración de las emisiones. Entre sus funciones se encuentran el análisis y seguimiento de todas las actividades, verificación del cumplimiento de las disposiciones reglamentarias y legales en las que se

<sup>10</sup> Estructuración de las emisiones, administración de títulos, monitoreo del portafolio y administración del disponible.

*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.*

define la actividad (conforme a los principios básicos de control interno, definido bajo la coordinación de la Junta Directiva, la Presidencia y la colaboración del Comité de auditoría, compensación y ética). Las funciones del Back Office se dividen en las áreas de tesorería, de proveedores, de manejo de los títulos y de pago de intereses y de capital de las emisiones.

#### Sistema de Control Interno

Para soportar la gestión del área de control interno, Titularizadora cuenta con el comité de auditoría cuya principal función es servir como instrumento de apoyo a la junta directiva para la definición y vigilancia de las políticas y procedimientos. El Comité está conformado por tres miembros de la Junta Directiva elegidos por la misma por períodos de un año. Las reuniones del comité están precedidas por uno de estos miembros y cuenta con la participación de la Presidencia, el Director de Control Interno y el Revisor Fiscal que asiste con derecho a voz y sin voto. A las sesiones del comité se puede citar con la frecuencia que sea necesaria cualquier funcionario o auditor externo.

El código de buen gobierno de la compañía contempla la existencia de un comité de inversionistas que es el puente entre la compañía y los potenciales o actuales inversores. Así mismo prevé la posibilidad de realizar auditorías especiales, que tendrán lugar cuando *"se tengan indicios graves, precisos y concordantes sobre la existencia de irregularidades o riesgos de magnitud en el desarrollo de las operaciones de la Compañía, que puedan poner en peligro los intereses de los accionistas o inversionistas se podrá solicitar una auditoría especial"*<sup>11</sup>, lo cual constituye un mecanismo adicional de control de riesgos.

#### **5.2 Tecnología**

Desde el año 2004, Titularizadora Colombiana ha venido trabajando en el desarrollo de un software integrado que le permita llevar un control estandarizado y en línea de los administradores y de la cartera titularizada. Durante el año 2006 se hicieron avances importantes en este sentido, alcanzando un desarrollo consolidado de la aplicación de 60%, quedando pendiente un 40% que se espera se encuentre finalizado durante el primer semestre de 2007, para un pleno funcionamiento del programa durante el segundo semestre del mismo año.

<sup>11</sup> Código del buen Gobierno. Capítulo 4.

Este software estará integrado con la extranet de la compañía (principal canal de comunicación entre la titularizadora y los bancos administradores) lo que permitirá un control más cercano y oportuno, además de facilitar el intercambio de información, y la mitigación de riesgos operacionales.

La entidad cuenta con otras herramientas para el desarrollo de su negocio, tales como programas para el área financiera y contable, y para la administración del portafolio propio.

Titularizadora Colombiana presenta adecuados programas de contingencia ante una eventual situación que impida el funcionamiento normal de la plataforma operativa central de la compañía. Estos procedimientos se encuentran soportados por dos centros remotos de operación (uno para los principales procesos operativos y otro para los servidores de las bases de datos y los archivos necesarios para la continuidad del negocio) y por *back ups* internos y externos realizados con periodicidad diaria y semanal. Esta estructura de contingencia garantiza el adecuado funcionamiento de la compañía aún bajo situaciones inusuales.

#### **6. Condicionamientos financieros (Covenants)**

Con el fin de mantener un sólido esquema de liquidez en el evento que la entidad emita garantías contra su patrimonio, la calificadora determinó en el año 2003 algunos condicionamientos financieros, los cuales fueron modificados en el mes de agosto de 2006 debido al bajo endeudamiento de la Titularizadora Colombiana, a su alto nivel de solvencia y al riesgo conservador de su portafolio. Tales condicionamientos se resumen a continuación:

- ✓ La Titularizadora Colombiana no asumirá ningún tipo de contingencia o crédito diferente a aquellos derivados de la garantía extendida.
- ✓ Se hará entrega formal a la calificadora de una certificación trimestral dentro de los primeros 10 días siguientes al cierre de cada trimestre calendario en donde conste que sólo existen garantías relacionadas con el objeto social de la Titularizadora y el monto de la misma.

De acuerdo con la comunicación remitida por la titularizadora a BRC en el mes de enero de 2007, los anteriores condicionamientos han sido cumplidos de la manera estipulada.

---

*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.*

**7. Contingencias legales**

De acuerdo con la información suministrada por la entidad, a enero de 2007 Titularizadora Colombiana no presenta contingencias legales en contra que puedan amenazar la estabilidad patrimonial de la firma.

*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.*

Página 11 de 12

**BRC INVESTOR SERVICES - SOCIEDAD CALIFICADORA DE VALORES-  
TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.**

Cifras en millones de pesos

	2003	2004	2005	2006	Var Dic05-Dic06	Part05	Part06
Caja y equivalentes	11,521.67	3,852.10	36,943.80	16,696.00	-54.81%	30.20%	13.43%
Inversiones	61,413.89	82,771.37	75,694.05	86,770.00	14.63%	61.88%	69.77%
Cuentas por cobrar	13,341.84	17,382.76	9,089.71	19,444.00	113.91%	7.43%	15.64%
Activos Fijos	439.18	332.30	308.43	320.00	3.75%	0.25%	0.26%
Diferidos	644.87	277.11	290.81	1,132.00	289.26%	0.24%	0.91%
Activos totales	87,361.45	104,615.65	122,326.80	124,362.00	1.66%	100.00%	100.00%
Pasivos							
Obligaciones laborales	168.19	241.78	302.11	351.00	16.18%	0.25%	0.28%
Cuentas por pagar	1,018.18	1,238.79	1,064.70	917.00	-13.87%	0.87%	0.74%
Impuestos por pagar	756.47	692.83	656.10	648.00	-1.23%	0.54%	0.52%
Provisiones	6,774.94	3,629.30	7,608.58	5,711.00	-24.94%	6.22%	4.59%
Diferidos	-	1,024.06	857.51	924.00	7.75%	0.70%	0.74%
Otros pasivos	-	8.51	3.52	29.00	723.46%	0.00%	0.02%
Bonos convertibles en acciones	12,681.15	24,127.88	25,376.73	11,736.00	-53.75%	20.75%	9.44%
Total pasivos	21,398.93	30,963.14	35,869.24	20,316.00	-43.36%	29.32%	16.34%
Patrimonio	65,962.52	73,601.81	86,457.57	104,046.00	20.34%	70.68%	83.66%
Estado de resultados							
Total ingresos	107,951.14	38,548.56	36,931.71	33,291.00	-9.86%	100.00%	100.00%
Ingresos operacionales	107,886.81	34,287.49	36,904.60	33,090.00	-10.34%	99.93%	99.40%
Prima en colocación de títulos	89,996.97	1,718.05	1,308.59	-	-100.00%	3.54%	0.00%
Comisión por estructuración de procesos de titularización	4,194.96	7,763.94	8,924.59	7,690.00	-13.83%	24.17%	23.10%
Comisión por administración de las universalidades	4,889.17	7,086.05	10,306.83	8,530.00	-17.24%	27.91%	25.62%
Comisiones de éxito y venta	1,324.74	2,178.17	5,917.65	6,395.00	8.07%	16.02%	19.21%
Intereses y descuento amortizado cartera de crédito	-	-	-	2,732.00	-	0.00%	8.21%
Financieros	7,272.90	9,839.96	9,529.10	9,060.00	-4.92%	25.80%	27.21%
Otros ingresos operacionales	208.08	5,701.32	917.84	-1,317.00	-243.49%	2.49%	-3.96%
Ingresos no operacionales	64.34	4,261.07	27.10	201.00	641.58%	0.07%	0.60%
Gastos de personal	5,730.28	7,061.71	6,650.00	7,597.00	14.24%	18.01%	22.82%
Impuestos	1,147.98	924.64	1,442.17	1,296.00	-10.14%	3.90%	3.89%
Gastos de arrendamiento	277.47	349.46	556.66	2,459.00	341.74%	1.51%	7.39%
Otros gastos administrativos	6,061.82	5,858.18	6,880.73	6,979.00	1.43%	18.63%	20.96%
Utilidad operacional	94,669.25	20,093.49	21,375.04	14,759.00	-30.95%	57.88%	44.33%
Gastos no operacionales	76,491.44	6.72	354.91	1.00	-99.72%	0.96%	0.00%
Impuesto de renta	6,218.31	3,842.18	6,311.77	3,757.00	-40.48%	17.09%	11.29%
Utilidad neta	12,023.84	20,505.66	14,735.46	11,202.00	-23.98%	39.90%	33.65%
Indicadores							
Margen operacional	87.70%	52.13%	57.88%	44.33%			
Margen neto	11.14%	53.19%	39.90%	33.65%			
ROE	13.76%	19.60%	12.05%	9.01%			
ROA	18.23%	27.86%	17.04%	10.77%			
Endeudamiento (Pasivos / Activos - valorizaciones)	14.52%	23.11%	20.75%	9.44%			
Pasivos a CP / Total pasivos	19.22%	32.85%	29.35%	11.28%			
Deuda financiera a largo plazo	12,681.15	24,127.88	25,376.73	11,736.00			
Total deuda financiera	12,681.15	24,178.58	25,376.73	11,736.00			
Deuda proveedores	1,018.18	1,238.79	1,064.70	917.00			
Relación de solvencia	Na	Na	203%	247%			

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.