

Bogotá D.C., 07 de marzo del 2008

Doctor
MAURICIO AMADOR
Vicepresidencia Financiera
Titularizadora Colombiana S. A.
Ciudad

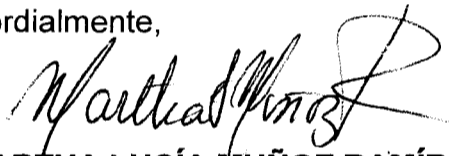
Estimado Doctor:

Cumplidos los procedimientos para la **revisión periódica** de la calificación de riesgo de contraparte solicitada por ustedes 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 el día 7 de marzo de 2008, han decidido otorgar a la Titularizadora Colombiana la siguiente calificación:

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

TITULARIZADORA COLOMBIANA S. A.

BRC INVESTOR SERVICES S. A.	Revisión periódica
Riesgo de Contraparte	AAA (Triple A)
Millones de pesos a 31/12/2007 Activos totales: \$131.951; Pasivo: \$10.638; Patrimonio: \$121.313; Utilidad Operacional: \$21.478; Utilidad Neta: \$14.551.	Historia de la calificación: Revisión Periódica 04 / 2007 AAA (Triple A) Revisión Periódica 03/ 2006 AAA (Triple A) Revisión Extraordinaria 08/2006 AAA (Triple A) Revisión Periódica 01/2005 AAA (Triple A)

1. Fundamentos de la calificación

El Comité Técnico de BRC Investor Services -Sociedad Calificadora de Valores- mantuvo la calificación de AAA (triple A) en riesgo de contraparte otorgada a Titularizadora Colombiana S. A.

La calificación asignada se encuentra fundamentada en el positivo desempeño financiero de la Titularizadora reflejado en el crecimiento de sus ingresos y en el mejoramiento de sus indicadores de rentabilidad, los cuales se encuentran por encima de otras sociedades de servicios financieros como sociedades fiduciarias o comisionistas de bolsa. Así mismo, la naturaleza de la actividad de la sociedad posibilita una entrada recurrente y estable de recursos en el tiempo, soportada por las comisiones de estructuración, colocación y administración de la cartera titularizada.

Gracias a la estabilidad de los ingresos y a una estructura de gastos eficiente, la generación de caja de la firma le ha permitido mantener niveles bajos o nulos de endeudamiento, así como excedentes permanentes de liquidez representados en su portafolio de inversiones (estructural y no de trading) y en saldos significativos de recursos a la vista.

El patrimonio de la Titularizadora constituye una de sus grandes fortalezas al tener un tamaño similar o superior al de otras compañías del sector financiero, más aun, si se tiene en cuenta que la entidad no realiza operaciones crediticias o especulativas. Lo anterior, junto con permanentes capitalizaciones de las utilidades se ha visto reflejado en márgenes de solvencia superiores a 150% durante los últimos tres años. La calidad crediticia de los accionistas, así como su orientación estratégica y su

compromiso con la compañía demuestran un fuerte respaldo.

Finalmente, los adecuados procesos de seguimiento, control y certificación de los administradores y de la cartera titularizada, así como la apropiada infraestructura humana, operacional y tecnológica, mitigan riesgos potenciales que pudieran afectar el normal funcionamiento del negocio.

Las proyecciones del sector hipotecario colombiano son positivas (en línea con el dinamismo general de la economía), lo que sumado a la estrategia de la firma de participar en un mayor número de operaciones como titularizaciones de leasing habitacional, titularizaciones de cartera de nuevos originadores, y titularizaciones de derechos de crédito futuros suponen que los resultados positivos de la Titularizadora Colombiana serán sostenibles en el tiempo.

Los principales riesgos a los que se encuentra expuesta la compañía están relacionados con el caso de una desaceleración de la economía (particularmente del sector de la construcción) y con el aumento en el nivel de prepagos de las hipotecas que reduce el saldo de la cartera titularizada y de las comisiones cobradas por su administración, situación que no se estima probable en el mediano plazo toda vez que la tendencia de las tasas de interés es al aumento.

La incursión de la titularizadora en nuevos productos no debería suponer riesgos adicionales si se tiene en cuenta que éstos se encuentran en la línea de negocio y en el segmento en donde la compañía tiene experiencia, y para la cual se tiene toda la infraestructura operativa y administrativa necesaria.
 Calle 98 No. 22-64, Oficina 1001

Con el fin de mantener un sólido esquema de liquidez dado que la entidad emite garantías contra su patrimonio, la calificadoradora determinó desde el año 2003 algunos condicionamientos financieros:

- ✓ 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 calificadoradora 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 2008, los anteriores condicionamientos han sido cumplidos de la manera estipulada.

Las garantías otorgadas corresponden al mecanismo de cobertura parcial de la Titularizadora Colombiana, el cual cubre los defectos parciales o totales en el flujo de caja de las series A de las emisiones TIPS que incorporan esta figura¹. Dado que la garantía se da sobre los saldos de las series *senior*, el valor garantizado varía conforme son amortizados los créditos hipotecarios que constituyen el activo subyacente de cada universalidad y de acuerdo a la aplicación de este mecanismo a las nuevas emisiones realizadas por la compañía. En este sentido, el valor de las garantías otorgadas se ha ido incrementando durante los últimos años en línea con la estructuración y colocación de nuevas titularizaciones en el mercado.

Cabe anotar que todas las series A de los títulos Tips cuentan con la máxima calificación crediticia y que nunca ha sido necesario el uso del mecanismo de cobertura parcial. Sin embargo, de presentarse un evento ante el cual sea necesario ejecutar la garantía, la Titularizadora cuenta con un portafolio de inversiones líquidas y un saldo en disponible que al cierre de 2007 representa cerca de 10 veces el monto garantizado. Así mismo, respecto al patrimonio, las garantías correspondían a un 10% aproximadamente.

¹ La garantía para los Títulos Tips A corresponde al 1% del saldo vigente de estos títulos y es otorgada en un 30% por la IFC y el restante 70% por la Titularizadora Colombiana. Este Mecanismo de Cobertura Parcial de la IFC así como de la Titularizadora es fundamentalmente un mecanismo de liquidez para la estructura.

2. 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 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 17 emisiones de títulos hipotecarios, de las cuales 14 corresponden a titularizaciones de cartera productiva -TIPs- y 3 a titularizaciones de cartera no productiva -TECHs-. El saldo de estas emisiones a noviembre de 2007 fue de \$3,10 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 25,9% del saldo total de hipotecas vigentes.

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 2007.

Accionista	Porcentaje
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 Colpatría S.A.	5,00%
Compañía Inversora Colmena S. A.	0,15%
Compañía de Seguros Bolívar S.A.	0,15%
Rendifin S.A.	0,04%
TOTAL	100,00%

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.

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.

Durante el 2007 el sector de la construcción continuó presentando un desempeño positivo, lo que se evidencia en los diferentes indicadores del sector como el número de licencias aprobadas, las cuales se incrementaron a noviembre de 2007 en 24,19% respecto a las registradas el año anterior². Así mismo, los desembolsos de crédito hipotecario (principal insumo de la titularizadora) se habían incrementado en 52,03% en el caso de créditos para vivienda de interés social (VIS) y en 52,85% en el caso de créditos no VIS, alcanzando así desembolsos totales acumulados de \$5,2 billones a noviembre del 2007.

Adicionalmente, cabe anotar que los indicadores de calidad de la cartera de vivienda del sector no se han deteriorado, por el contrario han venido mejorando: mientras que en noviembre del 2005 los créditos vencidos representaban el 7,7% del total de la cartera hipotecaria, a noviembre de 2006 este indicador era de 4,4% y a noviembre de 2007 de 4,3%³.

Aunque se estima que la economía colombiana presentará un desaceleramiento durante el 2008 producto de la recesión en los Estados Unidos y de las dificultades comerciales con Venezuela, la mayoría de los agentes económicos continúa proyectando crecimientos del Producto Interno Bruto (PIB) que están entre el 4% y 5%, cifra que sigue siendo positiva respecto a la historia del país, y que estará jalonada en buena parte por el PIB de la construcción.

Durante el 2008, y además de continuar con el negocio tradicional de estructuraciones y colocaciones de emisiones de cartera hipotecaria, la Titularizadora Colombiana ha definido dentro de su estrategia los siguientes puntos:

- ✓ Titularización de *Leasing* Habitacional
- ✓ Titularizaciones de cartera de nuevos originadores como cooperativas y cajas de compensación.
- ✓ Titularizaciones de derechos de créditos futuros⁴.

² Fuente: Departamento Nacional de Estadísticas, DANE.

³ Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

⁴ Esta figura se usa en otros países y consiste en realizar primero la emisión de los títulos en el mercado de capitales, y con base

- ✓ Inclusión de créditos de remodelación de vivienda como activos titularizables.
- ✓ Incursión y consolidación en el mercado internacional.

La entrada en operación de estos proyectos se encuentra supeditada primordialmente a la aprobación por parte de los entes reguladores. Sin embargo, la Titularizadora estima que hacia el segundo semestre del presente año se podrían estar realizando emisiones que incorporen algunos de los puntos arriba mencionados.

A través de esta estrategia, la compañía busca consolidar su posicionamiento en el mercado hipotecario, además de buscar nuevas fuentes de ingresos que le permitan reducir su dependencia a un sector y un tipo de activos.

Cabe anotar que durante el último año ocurrieron dos eventos importantes relacionados con el comportamiento de los títulos hipotecarios en el mercado secundario: En primer lugar los títulos TIPs empezaron a presentar tasas superiores a las de los títulos del Gobierno Nacional -TES-, lo que aumentó su demanda por parte de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones quienes históricamente no habían tenido una participación significativa de estos papeles en sus portafolios. Adicionalmente, este hecho mitiga el efecto de la terminación del beneficio tributario en el año 2010 para esta clase de inversiones, ya que éstas se vuelven atractivas por su rentabilidad facial y no por las deducciones en impuestos.

En segundo lugar, los títulos denominados en pesos (a diferencia de los títulos denominados en UVRs) disminuyen la carga operativa de los inversionistas facilitando mantener posiciones en este tipo de papeles. En el futuro, la titularizadora continuará promoviendo la liquidez secundaria de los títulos a través de la creación de la figura de formadores de mercado y mediante convenios con la Bolsa de Valores de Colombia que simplifiquen las cargas operacionales en la valoración de estos títulos.

3. Análisis DOFA

Fortalezas

- ↓ Fortaleza patrimonial.
- ↓ Bajo nivel de endeudamiento.

en la tasa de colocación, los bancos otorgan los créditos a tasas superiores de modo que el riesgo de descalce quede cubierto incluso antes de la emisión.

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.

- ↓ 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.
- ↓ Apropriadadas 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.
- ↓ Ampliación de la base de inversionistas para los títulos hipotecarios.
- ↓ Aumento de la liquidez secundaria de los títulos hipotecarios.
- ↓ Dinamismo en el sector de la construcción.

Debilidades

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

Amenazas

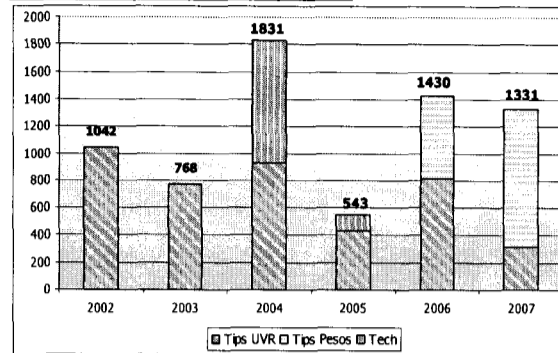
- ↓ Diferentes alternativas de liquidez para los originadores.

4. Análisis financiero

- ✓ La estructura de ingresos de la titularizadora esta conformada principalmente por las comisiones provenientes de la estructuración, administración y colocación de las titularizaciones realizadas a partir de créditos de vivienda originados por los 6 principales bancos hipotecarios del País. El siguiente rubro en importancia, son los ingresos financieros derivados de la administración de su portafolio de Inversiones.
- ✓ Durante el año 2007 la Titularizadora Colombiana continuó presentando un positivo desempeño financiero reflejado en el crecimiento de sus ingresos operacionales, y particularmente de las comisiones por estructuración y administración. A su vez, este aumento obedeció a un mayor saldo de la cartera titularizada (sobre

el cual son calculadas las comisiones) producto de las nuevas emisiones realizadas durante los años 2006-2007 (Gráfico 1), y a la estabilización en los niveles de prepago de las hipotecas⁵ como resultado del aumento de tasas de interés presionado por el Banco de la República, desde mediados del año 2007.

Gráfica 1 – Monto emitido por año



Fuente: Titularizadora Colombiana. En miles de millones de pesos.

- ✓ Los mayores ingresos operacionales, junto con el control de costos y gastos administrativos (éstos únicamente crecieron en 0,98% entre 2006 y 2007) permitieron la obtención de mejores indicadores de rentabilidad a los registrados un año atrás:

Tabla 2 – Indicadores de Rentabilidad

	2.004	2.005	2.006	2.007
Margen operacional	52,1%	57,9%	44,3%	52,9%
Margen neto	53,2%	39,9%	33,6%	36,4%
ROA	19,6%	12,0%	9,0%	11,0%
ROE	27,9%	17,0%	10,8%	12,0%
Eficiencia	41,4%	42,1%	55,4%	46,6%

Fuente: Titularizadora Colombiana.

- ✓ Los factores que pueden amenazar el desempeño financiero de la entidad están principalmente relacionados con la disminución en la colocación de emisiones y con el aumento de los niveles de prepago que resultan en una disminución de los saldos de cartera titularizada y consecuentemente de las comisiones cobradas por su administración.

⁵ Durante el año 2006 los ingresos operacionales de la Titularizadora Colombiana presentaron decrecimientos respecto al año anterior como consecuencia de la disminución de los saldos de cartera titularizada, que fueron el resultado de los prepagos de las hipotecas como consecuencia de las disminuciones en las tasas de interés de vivienda.

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.

- ✓ En este sentido es importante mencionar que para el año 2008 se han presupuestado colocaciones por \$1,4 billones, cifra ligeramente superior a la registrada en el 2008, con lo que la compañía lograría aumentar el saldo de las actuales titularizaciones. Adicionalmente, y de acuerdo con las proyecciones de varias entidades económicas (basadas en el comportamiento de la inflación y del consumo), no se prevén en el corto plazo disminuciones en las tasas de interés, con lo que tampoco se estiman situaciones irregulares de prepagos de los créditos. En este contexto, los ingresos de la Titularizadora continuarán presentando una tendencia positiva soportada por las comisiones de estructuración, colocación y administración.
- ✓ De acuerdo con las estrategias de la compañía, la incursión en nuevos negocios (proyectada para el presente año), como la titularización de *leasing* habitacional y la inclusión de nuevos originadores de cartera hipotecaria como cooperativas y cajas de compensación, podrían impulsar la generación de mayores ingresos operacionales.
- ✓ La liquidez de la compañía se encuentra soportada por altos niveles de disponible (provenientes de flujos de caja operacionales positivos) y por su portafolio de inversiones (66% del total del activo) el cual esta compuesto principalmente por títulos hipotecarios TIPS (52%), por TES del Gobierno Nacional (43%) y por otros bonos hipotecarios originados directamente por los bancos (5%).

El portafolio estructural, es decir, el mantenido hasta el vencimiento, constituye el 93% del total de las inversiones, mientras que el portafolio de *trading* corresponde al 7% restante. Este último es utilizado principalmente para darle liquidez en el mercado secundario a los títulos hipotecarios emitidos por la Titularizadora.

De acuerdo con lo anterior la compañía no se encuentra altamente expuesta a riesgo de mercado, aunque cuenta con todas las herramientas de administración de este tipo de riesgos como medición de *VaR*, *stress testing*, *back testing* y límites de inversión.

- ✓ Durante el 2007 el valor del portafolio de inversiones decreció en 5,18% mientras que la caja y equivalentes aumentaron en 98,28%. Este

comportamiento se debió a la alta volatilidad presente en los mercados y al aumento de las tasas de captación de los bancos. Dado que las rentabilidades actuales de los títulos en los mercados de capitales son bajas y adicionalmente están expuestas a riesgo de mercado, la Titularizadora decidió depositar sus excedentes de liquidez en cuentas de ahorro y otros depósitos a la vista que generan mayores retornos y no se encuentran expuestos a las volatilidades del mercado.

- ✓ Gracias a la alta disponibilidad de recursos, así como la naturaleza de la empresa que no le exige inversiones de capital significativas, el endeudamiento de la Titularizadora ha sido históricamente pequeño. A diciembre de 2007 las obligaciones financieras eran de \$264 millones y correspondían a operaciones de *leasing* de vehículos.
- ✓ El único pasivo financiero de la compañía hasta el año 2007 eran los Bonos Convertibles en Acciones (BOCEAS) emitidos por sus accionistas. En este año, la totalidad de estos títulos fueron capitalizados, con lo que el capital pasó de \$64.118 millones en diciembre de 2006 a \$71.925 millones en diciembre de 2007.
- ✓ De las utilidades del año 2007 (\$14.551 millones), la Asamblea de Accionistas decidió repartir como dividendos \$11.985 millones, provisionando las respectivas reservas legales y extralegales.

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 la Dirección de Control Financiero, la Dirección de Estructuración y Riesgo, y la Dirección de Inversiones y Desarrollo de 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.

Gráfica 2. Estructura de la Vicepresidencia Financiera



Fuente: Titularizadora Colombiana S. A.

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 ALCO⁶), 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 (activos y pasivos): 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, 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.

⁶ Comité de activos y pasivos

- ✓ 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 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.

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 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 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) a través del mercado público de valores, siguiendo los lineamientos de riesgo de crédito y de mercado previamente establecidos.

I. Vicepresidencia de Operaciones

Gráfica 3. 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 recertificación 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 macroprocesos⁷ 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.

⁷ 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.

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 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*"⁸, 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.

El 29 de Junio de 2007 el aplicativo se encontraba en pleno funcionamiento, lo que significa una mayor eficiencia operacional al automatizar un número más amplio de tareas, una mayor seguridad al reducir los procesos manuales, mejores herramientas de seguimiento y análisis de la cartera, y una comunicación más directa con los bancos originadores. La entidad cuenta con otras herramientas para el desarrollo de su negocio, como *software* 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 2008, los

⁸ Código del buen Gobierno. Capítulo 4.

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.

anteriores condicionamientos han sido cumplidos de la manera estipulada.

7. Contingencias legales

De acuerdo con la información suministrada por la entidad, a enero de 2008 Titularizadora Colombiana presenta contingencias legales en contra con la DIAN por un valor de \$5.286.362.000, relacionadas con la declaración de impuesto sobre la renta por el año gravable 2004.

De acuerdo con la opinión de los asesores jurídicos de la firma "la contingencia relacionada con este procedimiento de fiscalización se puede calificar como remota".

Adicional a la anterior contingencia, la compañía no presenta ningún proceso legal en contra que pudiese afectar el desempeño normal del negocio.

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.

8. Estados Financieros

En Millones de pesos	2004	2005	2006	2007	Var Dic06-Dic07	Part06	Part07
Activos							
Caja y equivalentes	3.852,10	36.943,80	16.696,00	33.105,08	98,28%	13,43%	25,09%
Inversiones	82.771,37	75.694,05	86.770,00	82.275,15	-5,18%	69,77%	62,35%
Cuentas por cobrar	17.382,76	9.089,71	19.444,00	13.551,65	-30,30%	15,64%	10,27%
Activos Fijos	332,30	308,43	320,00	593,94	85,60%	0,26%	0,45%
Diferidos	277,11	290,81	1.132,00	2.425,23	114,24%	0,91%	1,84%
Activos totales	104.615,65	122.326,80	124.362,00	131.951,04	6,10%	100,00%	100,00%
Pasivos							
Obligaciones Financieras CP	50,70	-	-	264,31			
Obligaciones laborales	241,78	302,11	351,00	370,24	5,48%	0,28%	0,28%
Cuentas por pagar	1.238,79	1.064,70	917,00	478,34	-47,84%	0,74%	0,36%
Impuestos por pagar	692,83	656,10	648,00	738,88	14,03%	0,52%	0,56%
Pasivos estimados y Provisiones	3.629,30	7.608,58	5.711,00	7.688,99	34,63%	4,59%	5,83%
Diferidos	1.024,06	857,51	924,00	1.097,02	18,73%	0,74%	0,83%
Otros pasivos	8,51	3,52	29,00	-	-100,00%	0,02%	0,00%
Bonos convertibles en acciones	24.127,88	25.376,73	11.736,00	-	-100,00%	9,44%	0,00%
Total pasivos	31.013,84	35.869,24	20.316,00	10.637,78	-47,64%	16,34%	8,06%
Patrimonio	73.601,81	86.457,57	104.046,00	121.313,26	16,60%	83,66%	91,94%
Estado de resultados							
Total ingresos	38.548,56	36.931,71	33.291,00	39.988,57	20,12%	100,00%	100,00%
Ingresos operacionales	34.287,49	36.904,60	33.090,00	39.679,85	19,91%	99,40%	99,23%
Prima en colocación de títulos	1.718,05	1.308,59	-	-	0,00%	0,00%	0,00%
Comisiones (Administración, estructuración, éxito)	17.028,16	25.149,07	22.615,00	26.233,96	16,00%	67,93%	65,60%
Intereses y descuento amortizado cartera de crédito			2.732,00	3.337,65	22,17%	8,21%	8,35%
Financieros	9.839,96	9.529,10	9.060,00	9.878,81	9,04%	27,21%	24,70%
Otros ingresos operacionales	5.701,32	917,84	-1.317,00	229,44	-117,42%	-3,96%	0,57%
Ingresos no operacionales	4.261,07	27,10	201,00	308,72	53,59%	0,60%	0,77%
Gastos de personal	4.580,88	5.127,82	5.493,00	5.696,20	3,70%	16,50%	14,24%
Impuestos	924,64	1.442,17	1.296,00	1.761,76	35,94%	3,89%	4,41%
Gastos de arrendamiento	349,46	556,66	2.459,00	2.552,21	3,79%	7,39%	6,38%
Otros gastos administrativos	8.339,01	8.402,91	9.083,00	8.500,16	-6,42%	27,28%	21,26%
Utilidad operacional	24.354,57	21.402,14	14.960,00	21.478,24	43,57%	44,94%	53,71%
Gastos no operacionales	6,72	354,91	1,00	11,58	1058,34%	0,00%	0,03%
Impuesto de renta	3.842,18	6.311,77	3.757,00	6.915,47	84,07%	11,29%	17,29%
Utilidad neta	20.505,66	14.735,46	11.202,00	14.551,19	29,90%	33,65%	36,39%
Indicadores							
Margen operacional	63,18%	57,95%	44,94%	53,71%			
Margen neto	53,19%	39,90%	33,65%	36,39%			
ROE	27,86%	17,04%	10,77%	11,99%			
ROA	19,60%	12,05%	9,01%	11,03%			
Eficiencia Operacional (Gtos.op./Ing.Op.)	41,40%	42,08%	55,40%	46,65%			
Pasivo / Patrimonio	42,14%	41,49%	19,53%	8,77%			
Pasivos a CP / Total pasivos	22,20%	29,25%	42,23%	100,00%			
Pasivos a LP / Total pasivos	77,80%	70,75%	57,77%	-			
Total deuda financiera	24.178,58	25.376,73	11.736,00	264,31			
Deuda proveedores	1.238,79	1.064,70	917,00	478,34			
Relación de solvencia	ND	203%	247%	184%			

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.

CALIFICACIONES DE CONTRAPARTE

La calificación de riesgo de contraparte establece el riesgo asumido por sus clientes en las relaciones comerciales con la empresa. Para analizar este tipo de riesgo, la sociedad calificadora tiene en cuenta la condición financiera, capacidad operativa, administrativa y gerencial de la compañía, su exposición ante los riesgos que tiene este tipo de entidades (crédito, mercado, liquidez, solvencia, operativo, operacional, decisiones de inversión y conflictos de interés), su posición competitiva en el mercado y su respaldo patrimonial, entre los principales aspectos.

Las calificaciones además, pueden incluir un signo positivo (+) o negativo (-) dependiendo si se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

Grados de inversión

AAA	La compañía presenta una condición financiera, capacidad operativa y posicionamiento en el mercado excepcional. Las debilidades son mitigadas y neutralizadas por las fortalezas de la organización.
AA	La condición financiera, capacidad operativa y posicionamiento en el mercado son muy buenos, con excelentes antecedentes en el mercado y con debilidades no aparentes de manera inmediata. Las debilidades son bajas, pero no son neutralizadas de la misma manera que en las compañías calificadas en categorías más altas.
A	La compañía presenta una condición financiera, capacidad operativa y posicionamiento en el mercado bueno, con limitantes y amenazas que pueden ser mitigadas, pero de más amplia magnitud que las exhibidas por compañías calificadas en una escala superior.
BBB	La compañía tiene una condición financiera, capacidad operativa y posicionamiento en el mercado aceptables, pero se ha visto afectada en el pasado por situaciones adversas que no se han mitigado de manera adecuada y hay deficiencias aparentes. Es más vulnerable a situaciones adversas.

Grados de no inversión o alto riesgo

BB	La condición financiera capacidad operativa y posicionamiento en el mercado es incierta y vulnerable, existe un área importante del negocio que revela deficiencias y ha ocasionado dificultades y amenazas observables. La duración de las mismas no es de largo plazo por naturaleza.
B	Alto grado de incertidumbre y vulnerabilidad. La compañía presenta serias deficiencias en más de un área de importancia para el negocio, y la capacidad para resolver esta situación es bastante reducida, en comparación con otras compañías.
CCC	Muy alto grado de incertidumbre y vulnerabilidad. Muy baja capacidad para resolver sus problemas.
CC	Presenta problemas en áreas del negocio relacionadas con la capacidad de cumplir con sus obligaciones y el giro ordinario de su operación.
D	La empresa ha registrado pérdidas constantes. Las sociedades calificadas en esta categoría se encuentran intervenidas por las autoridades competentes y/o en proceso de liquidación.
E	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.