Informe sobre modificaciones al Contrato de Fiducia y al Prospecto de Emisión y Colocación del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI)

Preparado por: Fiduciaria Corficolombiana S.A. en su calidad de Agente de Manejo

Bogotá, 2018

INFORME SOBRE MODIFICACIONES AL CONTRATO DE FIDUCIA Y AL PROSPECTO DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

Fiduciaria Corficolombiana S.A., en calidad de Agente de Manejo del PEI, presenta el siguiente informe que tiene como propósito señalar las modificaciones al Contrato de Fiducia y al Prospecto de Emisión y Colocación del PEI (el "Prospecto") que se presentan ante la Asamblea General de Inversionistas en su sesión ordinaria del año 2018 para su aprobación. Así, el documento tiene como propósito describir los cambios propuestos, su justificación y los posibles impactos que los cambios tendrían para los Inversionistas del PEI.

Los términos con mayúscula que no se definan en el presente informe, tendrán el significado que se les atribuya en el Prospecto.

1. Endeudamiento Financiero

En los cambios al Prospecto y al Contrato de Fiducia que se presentan a la Asamblea General de Inversionistas se propone la eliminación de la distinción entre Endeudamiento Financiero de Corto Plazo y Endeudamiento Financiero de Largo Plazo, de forma que únicamente aplique un límite global para el Endeudamiento Financiero. En consecuencia, la decisión de tomar Endeudamiento de Corto Plazo y Endeudamiento de Largo Plazo formaría parte de las decisiones del Comité Asesor de acuerdo con lo que estime más conveniente para el negocio.

La eliminación de esta distinción permitiría al Patrimonio Autónomo tener mayor flexibilidad en su estructura de capital, dado que le dará al Comité Asesor la posibilidad de estructurar la deuda del PEI con plazos que puedan minimizar el costo promedio de la deuda y optimizar el costo ponderado de capital del Vehículo en términos de tasa. En esta medida, el cambio puede tener un impacto positivo sobre los Inversionistas quienes se verían beneficiados con la disminución del costo promedio de la deuda.

Adicionalmente, se propone modificar la definición de Endeudamiento Financiero prevista en el Prospecto y en el Contrato de Fiducia con el propósito de incluir de forma expresa que las cuentas por pagar asociadas a pagos a plazos del precio de Activos Inmobiliarios que hayan sido adquiridos por el Patrimonio Autónomo forman parte de los instrumentos que componen el Endeudamiento Financiero del PEI y, por la misma razón, deben ser tenidos en cuenta por la Administradora para efectos de los límites de Endeudamiento previstos en las secciones 2.3.4. del Prospecto y 7.2 del Contrato de Fiducia y demás aspectos del Patrimonio Autónomo en los que sea relevante esta definición.

El Agente de Manejo considera que incluir de forma expresa las cuentas por pagar asociadas a pagos a plazos del precio de Activos Inmobiliarios adquiridos por el Patrimonio Autónomo a la definición de Endeudamiento Financiero tiene un impacto positivo para los Inversionistas porque brinda una mayor claridad y transparencia en lo que respecta a los instrumentos que la Administradora debe tener en cuenta para efectos de calcular lo que compone la definición de Endeudamiento Financiero del PEI.

FIDUCIARIA CORFICOLOMBIANA L.A.O. SECRETARIA JURIDICA

2. Flujo de Caja Distribuible

El segundo cambio al Prospecto y al Contrato de Fiducia que se presenta para aprobación de la Asamblea General de Inversionistas es una aclaración a la definición de EBITDA y al procedimiento de depuración del Flujo de Caja Distribuible. Por tratarse de una aclaración, con esta modificación no existe ningún impacto para los Inversionistas.

Adicionalmente, se propone modificar la periodicidad del Flujo de Caja Distribuible para que, en lugar de que el periodo de corte del flujo de caja distribuible, se realice semestralmente, dicho corte se efectúe de manera trimestral. De esta manera, la distribución de recursos (pago) se realizaría de manera trimestral con corte al trimestre inmediatamente anterior. Dada la operatividad asociada, se propone otorgar a la Administradora y al Agente de Manejo un periodo máximo de dos (2) años para la implementación de este cambio, contados a partir del 31 de diciembre de 2018, es decir que el periodo máximo de corte trimestral para el pago del flujo de caja distribuible, sería el 31 diciembre del año 2020. Esto tiene un impacto positivo para los Inversionistas del PEI pues les permitirá acceder a los recursos generados por la operación del PEI con mayor frecuencia.

3. Informes

Se propone a la Asamblea General de Inversionistas del PEI modificar el Prospecto para eliminar de las funciones de la Asamblea General de Inversionistas las siguientes aprobaciones:

- Informe anual sobre el estado del ejercicio;
- Informe anual del PEI del año anterior preparado por la Administradora;
- Informe de gestión del PEI del año anterior preparado por el Agente de Manejo;
- Plan Estratégico.

En todo caso, la eliminación de la aprobación no se entenderá como una relevación de la obligación del Agente de Manejo de presentar ante la Asamblea General de Inversionistas (i) el informe anual sobre el estado del ejercicio ni (ii) el informe de gestión del PEI del año anterior; tampoco se entenderá como una relevación de la obligación del Comité Asesor de presentar el Plan Estratégico. Asimismo, se añade que el informe anual sobre el estado del ejercicio tendrá incluidos los estados financieros auditados y/o dictaminados, según determine el Comité Asesor.

Vemos que esto impacta de forma positiva el gobierno corporativo del vehículo pues la Asamblea General de Inversionistas, al no ser el órgano supervisor de las actividades de manejo y administración del PEI, no debería tener la responsabilidad de aprobar o improbar los resultados del PEI sino un derecho a conocer estos informes y resolver sus inquietudes.

En particular, con respecto al informe anual del PEI de la Administradora y el informe de gestión del Agente de Manejo vemos positiva la eliminación de estas aprobaciones. Dado que el contenido de estos informes describe las gestiones de manejo y administración realizadas, respectivamente, por el Agente de Manejo y la Administradora Inmobiliaria, y sobre las cuales la Asamblea de Inversionistas no ejerce actividades rutinarias de supervisión, encontramos razonable que no sea la Asamblea de

Inversionistas la responsable de aprobar o improbar su contenido. Estos informes detallan la gestión que por Prospecto y Contrato de Fiducia deben presentar el Agente de Manejo y la Administradora Inmobiliaria a la Asamblea General de Inversionistas del PEI con el propósito de dar a conocer las labores realizadas durante el ejercicio y brindar a los Inversionistas la oportunidad de ejercer su derecho a conocer de esta gestión y plantear las inquietudes o comentarios que tengan al respecto. Así, aunque estos informes deben ser presentados y los Inversionistas tienen derecho a conocer sobre la gestión realizada, ello no implica que sea la Asamblea General de Inversionistas la responsable de aprobar o improbar su contenido.

Por otra parte, con respecto al informe del estado del ejercicio consideramos positivo el cambio, ya que la regulación aplicable a vehículos de inversión comparables (desde un punto de vista del acceso a inversionistas minoristas) está orientada a que estos vehículos ofrezcan mayor protección al inversionista y, por esta razón, la asamblea de inversionistas no tenga la función de aprobar los estados financieros.

Esta mayor protección al inversionista minorista parece verse reflejada en la normatividad del mercado de valores para los fondos de inversión colectiva[1] y las titularizaciones. Por ejemplo, en fondos de inversión colectiva la regulación no prevé como una función obligatoria de la asamblea de inversionistas la aprobación del informe de rendición de cuentas, en el cual se relacionan, entre otros aspectos, las actividades de administración y el estado del ejercicio del fondo. Para este tipo de vehículos, la regulación no asigna la función de aprobación o improbación de este informe a la asamblea de inversionistas del fondo (artículo 3.1.5.6.3 del Decreto 2555 de 2010), ni tampoco a un órgano de administración particular. Esto es consistente con el numeral 15 del artículo 3.1.3.1.3 (*Obligaciones y responsabilidad de la sociedad administradora de fondos de inversión colectiva*) que establece como obligación de la sociedad administradora del fondo:

> "*Presentar* [sin establecer que sea para aprobación/improbación] *a la asamblea de inversionistas, cuando haya lugar a ello, toda la información necesaria que permita establecer el estado del fondo de inversión colectiva administrado; en todo caso, como mínimo deberán presentarse los estados financieros básicos de propósito general, la descripción general del*

[1] No sucede lo mismo con los fondos de capital privado, en los que la aprobación por del Informe de Rendición de Cuentes sí es una función expresa de la asamblea de inversionistas. En materia de informes el Libro 1, Parte 3 del Decreto 2555 (*Fondos de Capital Privado*) también prevé la figura del 'informe de rendición de cuentas, pero a diferencia de los fondos de inversión colectiva la regulación de fondos de capital además del informe de rendición de cuentas de la sociedad administradora establece que el gestor (en caso de que el fondo cuente con uno) también debe elaborar un informe en el que rinda cuentas de su gestión. Más aún, para los fondos de capital privado la regulación establece de manera expresa que una de las funciones de la asamblea de inversionistas de un fondo de capital privado es "aprobar las cuentas que presente la sociedad administradora de forma anual, elegir los miembros del comité de vigilancia y solicitar a la sociedad administradora la remoción del gestor, cuando sea el caso." (Corchetes por fuera del texto). Este cambio en las funciones de la asamblea de inversionistas en un fondo de capital privado se debe al grado de "sofisticación" del inversionista que ingresa a cada alternativa de inversión. Dado que el inversionista en el caso de los fondos de capital privado es más sofisticado – o al menos se espera que así lo sea – el nivel de protección que requiere por parte del marco regulatorio es menor al que requiere el inversionista en el caso de fondos de inversión colectiva. Esta distinción entre el tipo de inversionista y el nivel de protección asociado es algo que ha reconocido la Unidad Administrativa Especial, Unidad de Regulación Financiera en el desarrollo de normas para fondos de inversión. En el documento técnico "Financiación a través de vehículos inmobiliarios con subyacentes inmobiliarios" esta entidad señala: "vale la pena resaltar que en el caso de los Fondos de Capital Privado (...) los inversionistas son más sofisticados y en esa medida no requieren el mismo nivel de protección que los inversionistas minoristas."

portafolio, la evolución del valor de la participación, del valor del fondo de inversión colectiva y de la participación de cada inversionista dentro del mismo." (Corchetes por fuera del texto).

Adicionalmente, en lo que respecta las titularizaciones, el Decreto 2555 de 2010 establece que para los títulos participativos resultantes de procesos de titularización de activos hipotecarios "*Las condiciones y reglas de funcionamiento de la asamblea de tenedores de títulos, se sujetarán a lo dispuesto expresamente para el efecto en el reglamento de emisión y colocación*".

Para el caso puntual de titularizaciones inmobiliarias, la regulación no prevé que como parte de las asambleas de tenedores de títulos participativos resultantes de procesos de titularización deba existir un informe que presente el agente de manejo o el administrador del programa de titularización. Así, su existencia dependerá de que así lo establezca el reglamento de emisión y colocación, documento en el cual deberá reglamentarse si los informes serán sujetos a la aprobación de un órgano de administración y, de ser el caso, cuál órgano sería (v. gr: la asamblea de tenedores de títulos participativos, otro o ninguno).

En efecto, consideramos que la eliminación es factible a la luz del ordenamiento jurídico y tiene como consecuencia otorgar una mayor protección a los Inversionistas al relevar a la Asamblea General de Inversionistas de la responsabilidad de aprobar o improbar las cifras allí contenidas. Así, no existirá ningún órgano o comité que realice la función de aprobación/improbación de estos informes, sin perjuicio de que los Inversionistas puedan ejercer sus derechos de conocer y que les sean resueltas las inquietudes que tengan sobre esta información.

Finalmente, resaltamos como positivo el requisito agregado a los estados financieros que se presenten en el informe anual sobre el estado del ejercicio relativo a que los mismos sean dictaminados o auditados. Con estos mecanismos vemos que el PEI, a pesar de no estar obligado por el ordenamiento jurídico a contar con un revisor fiscal o un auditor externo, otorga seguridad a sus Inversionistas que las cifras allí relacionadas cumplen con lo establecido en el Prospecto, el Contrato de Fiducia, las decisiones del Comité Asesor y las decisiones de la Asamblea General de Inversionistas del PEI.

4. Representante Legal de los Inversionistas

En la sesión de la reunión no. 167 del Comité Asesor y en la reunión ordinaria de la Asamblea General de Inversionistas del año 2017 Fiduciaria Colmena S.A. expresó la intención de dejar de fungir como Representante Legal de los Inversionistas en virtud de una directriz estratégica del grupo empresarial que lidera la Fundación Social – del cual forma parte Fiduciaria Colmena S.A. – no se ha contemplado una línea de negocios para la representación de tenedores de títulos participativos. Como consecuencia de este anuncio, el Comité Asesor señaló que se debían buscar los medios para llegar a una terminación de mutuo acuerdo para el contrato de representación legal de los inversionistas suscrito entre el Agente de Manejo, como vocero y representante del Patrimonio Autónomo, y Fiduciaria Colmena S.A., y la respectiva entrega de la representación legal de los inversionistas a otra sociedad habilitada para estos efectos, siempre teniendo como criterio orientador que no se genere ningún traumatismo al vehículo de inversión.

Así, en esta Asamblea General de Inversionistas del PEI se presentarán las distintas ofertas presentadas por los participantes de la invitación a ofertar para la prestación de servicios de Representante Legal de los Inversionistas del PEI. Las ofertas incluirán las funciones que ejercerá el nuevo Representante Legal de los Inversionistas del PEI, así como la remuneración esperada por los servicios.

Con base en la selección que haga la Asamblea General de Inversionistas se hará el correspondiente ajuste al Prospecto.

5. Rotación de los avaluadores

Se propone a la Asamblea General de Inversionistas del PEI modificar el Prospecto y el Contrato de Fiducia para que los avalúos comerciales de los Activos Inmobiliarios tengan una rotación en los avaluadores que llevan a cabo la avaluación. Así se propone que un mismo avaluador podrá avaluar el mismo Activo Inmobiliario únicamente por tres (3) periodos anuales consecutivos, salvo que no exista otro avaluador en el mercado colombiano que para el momento en que se vaya a realizar el Avalúo Comercial utilice las metodologías de valoración que esté utilizando el PEI, caso en el cual no aplicaría esta regla.

Consideramos que el cambio tiene un impacto positivo para los Inversionistas pues genera mayor independencia en los avaluadores para realizar los avalúos comerciales de los Activos Inmobiliarios y busca que el valor de los activos registrados en los estados financieros sea lo más cercano a un valor de mercado según las condiciones y particularidades de cada momento.

6. Ratificación del mecanismo de adjudicación previsto en el Prospecto

Se presentará para ratificación de la Asamblea General de Inversionistas la modificación al mecanismo de adjudicación previsto en el Prospecto, el cual para el Décimo Tramo del Programa de Títulos Participativos, pasó de ser prorrateo a orden de llegada, como se refleja a continuación:

Texto anterior	**Texto modificado**
En la Segunda Vuelta sin Pago en Especie y en la Tercera Vuelta- Colocación Libre, cuando la demanda supere la oferta, la adjudicación de los Títulos a los destinatarios de estas ofertas se realizará por prorrateo y sujeto a los montos mínimos establecidos, en los términos descritos en el instructivo operativo que expida la BVC. En caso que, por efecto del prorrateo, ninguna de las demandas presentadas alcance el monto mínimo establecido y por lo tanto no puedan ser adjudicadas o no se adjudique la totalidad de títulos ofrecidos con base en el procedimiento	*En la Segunda Vuelta sin Pago en Especie y en la Tercera Vuelta- Colocación Libre, cuando la demanda supere la oferta, la adjudicación de los Títulos a los destinatarios de estas ofertas se realizará por ~~prorrateo~~ orden de llegada, y siguiendo las reglas especiales de asignación señaladas en el aviso de oferta y en los términos descritos en el instructivo operativo que expida la BVC, sujeto a los montos mínimos establecidos. En caso que, por efecto del ~~prorrateo~~ mecanismo de adjudicación ninguna de las demandas presentadas alcance el monto*

del prorrateo, se procederá a realizar la adjudicación de conformidad con el procedimiento establecido en el aviso de oferta pública respectivo y en el instructivo operativo que expida la BVC.	*mínimo establecido y por lo tanto no puedan ser adjudicadas o no se adjudique la totalidad de títulos ofrecidos con base en el ~~procedimiento del prorrateo~~ mecanismo de adjudicación, se procederá a realizar la adjudicación de conformidad con el procedimiento establecido en el aviso de oferta pública respectivo, y en el instructivo operativo que expida la BVC.*

Consideramos que la modificación es positiva pues elimina los incentivos a sobre demandar por encima del apetito real que tienen las personas interesadas en adquirir títulos en Segunda Vuelta sin Pago en Especie, y ayuda al proceso de democratización en la ronda destinada para la colocación libre de TEIS. En efecto, en los tramos del PEI en los que se hizo uso del mecanismo de adjudicación por prorrateo, se evidenciaron posibles inflaciones de la demanda de títulos que generaban un riesgo para los inversionistas y para el mercado en general, consistente en que, una o varias demandas infladas fueran adjudicadas por un número de títulos superior al que evidentemente están en capacidad de adquirir. Más aún, dado que el mecanismo por prorrateo adjudica un mayor número de títulos a quien demanda un mayor número de títulos, la ronda destinada para la colocación libre de TEIS resultaba en una alta concentración en la adjudicación de TEIS disponibles entre los inversionistas que presenten demandas infladas, limitando así el propósito de democratización que tienen dichas vueltas de colocación.

Finalmente, consideramos que la modificación al mecanismo de adjudicación no afectó los derechos de los inversionistas del PEI (protegidos en la Primera Vuelta sin Pago en Especie). Por tratarse de una ronda de colocación libre, entendemos que el mecanismo de adjudicación de la Segunda Vuelta sin Pago en Especie o de la Tercera Vuelta-Colocación Libre no afecta los derechos que derivan de tener la calidad de inversionista del PEI, pues se trata de una ronda destinada al mercado abierto que justamente busca que cualquier inversionista pueda resultar adjudicatario de los TEIS que no hayan sido adjudicados en la ronda de ejercicios del derechos de suscripción preferencial y cesiones de los mismos previsto en el Prospecto de Emisión y Colocación.

7. Información sobre el traslado de unidades de participación al mercado de renta variable.

Como parte de los temas que se presentarán a la Asamblea General de Inversionistas en su reunión ordinaria del año 2018, se prevé informar sobre el proyecto que adelanta la Bolsa de Valores de Colombia S.A., para la modificación de su Reglamento General a fin de trasladar las unidades de participación al mercado de renta variable.

Así las cosas, en el Anexo 5 se pone a disposición de los Inversionistas del PEI un resumen preparado por la Administradora Inmobiliaria de las posibles implicaciones que a juicio de esta tendría el traslado de unidades de participación al mercado de renta variable en materia de títulos participativos que resulten de procesos de titularización. En general, consideramos que el traslado de los títulos TEIS puede tener algunos impactos positivos, así como otros cambios con un impacto indeterminado para

el Patrimonio Autónomo. Así, por ejemplo, como aspecto positivo consideramos que el traslado puede implicar que los TEIS cuenten con una mayor visibilidad y acceso a nuevos mercados como el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Por otra parte, entendemos que existen otros impactos cuyo efecto es indeterminado, como es el caso del cambio en el tipo de operaciones permitidas, el cual puede ser percibido como positivo o negativo dependiendo del uso que cada inversionista haga del tipo de operaciones permitidas.

ANEXOS

Para facilidad de referencia, se adjuntan al presente informe: (i) como Anexo 1 el cuadro de modificación con los cambios que se realizarían al Prospecto de Colocación y al Contrato de Fiducia del PEI, relacionados con el Endeudamiento Financiero, (ii) como Anexo 2, el cuadro de modificación con los cambios que se realizarían al Prospecto de Colocación y al Contrato de Fiducia del PEI, relacionados con el Flujo de Caja Distribuible, (iii) como Anexo 3, el cuadro de modificación con los cambios que se realizarían al Prospecto de Colocación y al Contrato de Fiducia del PEI, relacionados con los informes, (iv) como Anexo 4, el cuadro de modificación con los cambios que se realizarían al Prospecto de Colocación y al Contrato de Fiducia del PEI, relacionados con la Rotación de los avaluadores, y (v) como Anexo 5, el resumen de las implicaciones del traslado de títulos de participación al mercado de renta variable. Dichos cuadros reflejan detalladamente los ajustes que se realizarían a los textos de dichos documentos, en el evento en el que los Inversionistas y la SFC los aprobaran.

Cordialmente,

JUAN CARLOS PERTUZ BUITRAGO
Representante Legal
Fiduciaria Corficolombiana S.A.
Vocera **PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS**

J.C.P.

L.A.O.