

**CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009  
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.  
POR \$750.000 MILLONES**

BRC INVESTOR SERVICES S. A. SCV	REVISIÓN PERIÓDICA
<b>DEUDA DE LARGO PLAZO</b>	<b>AAA (Triple A)</b>
Millones de pesos a 30 de septiembre de 2012 Activos Totales: \$ 19.349.602. Pasivo: \$ 2.574.731. Patrimonio: \$16.774.872 Utilidad Operacional: \$ 352.641. Utilidad Neta: \$ 319.192.	<b>Historia de la calificación:</b> Revisión Periódica Nov./11: AAA Revisión Extraordinaria May./11: AAA Revisión Extraordinaria Mar./11: AAA Revisión Periódica Nov./10: AAA Calificación Inicial Dic./09: AAA

La información financiera incluida en este reporte está basada en estados financieros auditados de los años 2008, 2009, 2010 y 2011 y no auditados a septiembre de 2012.

**Características de los títulos**

<b>Títulos:</b>	Bonos Ordinarios
<b>Emisor:</b>	Grupo Aval Acciones y Valores S. A.
<b>Monto Calificado:</b>	\$750.000 Millones
<b>Monto en Circulación:</b>	\$750.000 Millones
<b>Serie:</b>	Serie A
<b>Fecha de Colocación:</b>	03 de diciembre de 2009
<b>Plazos:</b>	Serie A (5, 7, 10 y 15 Años) y Serie B (3 Años).
<b>Rendimiento:</b>	Serie A: 5 años: IPC+3,69%, 7 años: IPC+4,49%, 10 años: IPC+4,84%, 15 Años: IPC+5,20%
	Serie B: DTF+1,14%
<b>Rendimiento:</b>	Los Bonos de la Serie A fueron emitidos en pesos colombianos y devengan un interés flotante referenciado a la inflación (IPC) más un spread.
<b>Periodicidad Pago de Intereses:</b>	Trimestre Vencido (TV).
<b>Pago de Capital:</b>	Al Vencimiento
<b>Administrador:</b>	Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A.
<b>Representante Tenedores:</b>	Fiduciaria Fiducor S. A.
<b>Agente Estructurador y Colocador:</b>	Corporación Financiera Colombiana S. A.
<b>Garantía:</b>	La presente emisión está garantizada con el patrimonio del emisor

**1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en **revisión periódica** mantuvo la calificación **AAA** en **Deuda de Largo Plazo** a la **Cuarta Emisión de Bonos Ordinarios 2009 Grupo Aval Acciones y Valores S. A.** por **\$750.000 millones**.

El mantenimiento de la calificación de las emisiones de **Grupo Aval**<sup>1</sup> está soportado en la consistencia y la continuidad en la estrategia de crecimiento de la

<sup>1</sup> Tercera Emisión de Bonos Ordinarios 2005 Grupo Aval Acciones y Valores S. A., y Cuarta Emisión de Bonos Ordinarios 2009 Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

**Holding.** Esta se caracteriza por una estrategia multimarca, según la cual cada subordinada<sup>2</sup> se enfoca en nichos de producto y de mercado particulares y compiten entre sí y con otras entidades. La consistencia y continuidad de esta estrategia ha brindado bases sólidas para que el Grupo Aval y sus subordinadas mantengan el liderazgo a nivel sectorial, aún en escenarios de estrés a nivel local e internacional como el

<sup>2</sup> De manera directa en Banco de Bogotá S. A., Banco de Occidente S. A., Banco Av Villas S. A., Banco Popular S.A., Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A., y de manera indirecta participa en la Corporación Financiera Colombiana S. A., Fiduciaria Bogotá, Fiduciaria de Occidente, Casa de Bolsa, BAC Credomatic, entre otras.

**registrado en 2011 por la crisis de deuda en Europa y Estados Unidos.** En los últimos cinco años (2007-2011) los bancos subordinados de Grupo Aval<sup>3</sup>, de manera consolidada, han mantenido el liderazgo por colocación de cartera, depósitos, patrimonio y utilidades, con participaciones promedio de mercado de 28,86%, 30,14%, 31,50% y 33,22%, respectivamente. Por su parte, la Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir, en la cual Grupo Aval mantiene una participación directa de 20%, e indirecta a través de Banco de Bogotá (46,9%) y de Banco de Occidente (33,1%), continúa liderando las AFP con activos administrados por \$36,6 billones y una participación de mercado<sup>4</sup> de 27,15% a agosto de 2012.

**El enfoque estratégico de los establecimientos bancarios subordinados del Grupo Aval basado en la intermediación ha permitido generar resultados estables y sostenibles, así como unos márgenes de rentabilidad competitivos frente a los observados en el sector. La solidez financiera de las subordinadas ha favorecido el desempeño de la Holding ya que los dividendos percibidos aportan más del 90% de sus ingresos operacionales<sup>5</sup>. Para 2013 y 2014 los dividendos proyectados por Aval resultan factibles dado el buen cumplimiento presupuestal de estos ingresos y las tasas de crecimiento de las utilidades consolidadas de las entidades bancarias subordinadas de Grupo Aval, que para los últimos cinco años (2007-2011) fue en promedio del 20,49% frente al 17,39% del sector.** Para el periodo de análisis, el buen desempeño de las utilidades de los bancos de Aval se explicó por el dinamismo de las colocaciones, lo cual tuvo un efecto favorable sobre el margen neto de intereses, que mostró un aumento promedio de 22,54% y una participación en el margen financiero bruto que se mantuvo cercana al 60%, similar al 58% presentado por el sector.

Al cierre de septiembre de 2012, las utilidades netas consolidadas de los bancos subordinados de Aval cerraron en \$1,75 billones, con un aumento anual de 11,13%. Aunque el crecimiento resultó marginalmente inferior al del sector de 12,08%, el agregado de estas entidades continuó liderando los resultados por utilidades y por colocaciones. De continuar el ritmo de colocaciones en el segmento de consumo y con la expectativa de alza moderada en las tasas de interés, podría observarse un mayor crecimiento de las utilidades en 2013,

---

<sup>3</sup> Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular y Banco Av Villas.

<sup>4</sup> Se refiere a los activos administrados en fondos de pensiones obligatorias, voluntarias y cesantías.

<sup>5</sup> Los dividendos pagados por el Banco de Bogotá a Grupo Aval representan aproximadamente el 50% del total de dividendos percibidos por la Holding.

*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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

potencializado por la eficiencia operativa que caracteriza a los bancos subordinados de Grupo Aval.

**En los últimos cinco años (ago./07-ago.11), Banco de Bogotá ha aportado aproximadamente el 50% de los dividendos pagados a Grupo Aval, lo que advierte una alta concentración de los ingresos por dividendos en la Holding.** En el largo plazo la mayor rentabilidad alcanzada por las otras entidades subordinadas de Grupo Aval (Banco Popular, Banco de Occidente y Banco AV Villas) podría traducirse en una estructura de utilidades más diversificada y, por ende, en una mayor atomización de los ingresos de la entidad controlante. Al cierre de septiembre de 2012 Banco Popular tenía un indicador de Rentabilidad Patrimonial (ROE) anualizado de 18,82%, mientras que para Banco de Bogotá, Banco de Occidente y AV Villas fue de 14,51%, 16,56% y 16,96%, respectivamente. Por otra parte, el aporte de Banco Popular a los dividendos fue de 23,5%, con lo cual se ubicó en el segundo lugar por participación de aportes después de Banco de Bogotá (ver Tabla No. 1).

Una de las principales fortalezas de los bancos subordinados de Grupo Aval es la excelente calidad de su cartera frente a la del sector y a la registrada por bancos AAA (ver Tabla No. 1). El buen desempeño del portafolio de créditos está asociado con las políticas de originación y cobro de cartera de las entidades. La adecuada aplicación de buenas prácticas para la gestión de riesgo de crédito y un dinamismo moderado de la cartera frente al del sector son aspectos que permitirían anticipar el mantenimiento de los indicadores de calidad del agregado de entidades subordinadas de Aval; sin embargo, el mayor crecimiento de la cartera de consumo del Banco de Occidente podría afectar levemente la calidad agregada de los cuatro bancos por la desmejora de cosechas que presentó en el 2012. Entre enero y agosto de 2012 la cartera del consolidado de bancos subordinados de Aval mostró un crecimiento de 17,89%, mientras que para el sector fue de 20,03%. Banco de Bogotá es la entidad que mayor contribución tiene al aumento de la cartera agregada, por lo cual resulta relevante que las cosechas de consumo hayan mostrado un buen comportamiento, lo que permite anticipar que la desmejora del indicador agregado de calidad de cartera de consumo de los bancos subordinados de Grupo Aval sería leve.

Por otra parte, los indicadores de cobertura de cartera de las entidades subordinadas de Aval han mostrado niveles históricamente inferiores al sector, lo cual reduce su capacidad de respuesta para enfrentar un eventual deterioro en la calidad de los activos y limitar el impacto

**CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009**  
**GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A. POR \$750.000 MILLONES**

---

sobre el estado de resultados en comparación con el sector y los bancos AAA.

**Desde 2010 la estructura de fondeo de las entidades bancarias subordinadas de Grupo Aval ha mostrado una mayor diversificación por el aumento de la participación de los bonos, lo cual ha mejorado el calce entre el activo y el pasivo, favoreciendo la gestión de liquidez de las entidades mencionadas. No obstante, la principal fuente de fondeo continúa siendo la cuenta de ahorros, lo que compensa los costos de las emisiones de deuda.** Los depósitos y exigibilidades consolidados de las entidades en las que Grupo Aval tiene inversión directa mostraron un crecimiento anual de 13,09% y sumaron \$60,33 billones, lo que representó una participación de mercado de 29,72% al cierre de agosto de 2012. Se destaca la participación de las cuentas de ahorro y los CDT dentro de las captaciones, que ascendieron a 47,75% y 30,48%, respectivamente. Las emisiones de deuda de mayor monto corresponden a los bonos del Banco de Bogotá y del Banco de Occidente, las cuales se concentran en el mediano plazo y cerca del 3% tiene vencimiento en 2013.

**A lo anterior se suma el posicionamiento de mercado y la solidez del plan estratégico de las compañías en las cuales Grupo Aval mantiene una participación indirecta<sup>6</sup>, a través de sus bancos, aspectos que contribuyen a garantizar la sostenibilidad de los resultados del conglomerado financiero en el mediano plazo. En particular, con la adquisición del BAC Credomatic, Grupo Aval diversificó sus ingresos, redujo el riesgo país<sup>7</sup> y mejoró su posicionamiento de mercado.** El BAC Credomatic Inc (antes BAC Credomatic GECF Inc),  *Holding*<sup>8</sup> adquirida por Banco de Bogotá, a través de su filial Leasing Bogotá S.A. Panamá, es una inversión que representa el 16,3% del activo total consolidado de Grupo Aval. Con una utilidad neta de \$209.877 millones, cartera por \$11,5 billones y \$12,3 billones en depósitos, el BAC ocupó el segundo lugar en Centroamérica por utilidad neta y el tercero por cartera y depósitos, al cierre de junio de 2012. Para 2013 el reto de Grupo Aval es transferir al BAC la eficiencia operacional<sup>9</sup> que caracteriza a sus subordinadas, cuyo indicador consolidado es de 53% frente al 55,3% del BAC.

Por su parte, las cuatro fiduciarias subordinadas de Grupo Aval continuaron liderando los resultados del sector por utilidades y por comisiones al cierre de agosto de 2012,

<sup>6</sup> Corporación Financiera Colombiana, Fiduciaria Bogotá, Fiduciaria de Occidente, Casa de Bolsa, entre otros.

<sup>7</sup> BAC Credomatic opera en Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

<sup>8</sup> La compra se materializó el 9 de diciembre de 2010.

<sup>9</sup> Gastos operacionales/Ingresos Operacionales.

con participaciones de 26,65% y 23,01%, respectivamente y ocuparon el segundo lugar por activos administrados al representar 23,27% del total. Su ROE y ROA anualizados fueron de 29,22% y de 19,35%, respectivamente, lo que resulta competitivo frente al 26,01% y 20,52% del sector. Aunque no son activas en tesorería, al focalizar su estrategia en los negocios de pasivos pensionales y gestión de carteras colectivas, las comisiones han mostrado cierta variabilidad por las condiciones del mercado de capitales y por los cambios en la política monetaria del emisor.

**La fortaleza financiera de Grupo Aval se deriva fundamentalmente de la capacidad de generación de dividendos de las subordinadas; sin embargo, en la calificación de las emisiones también se incorporó el desempeño financiero individual de la controlante.** Al cierre de septiembre de 2012 los ingresos operacionales de Grupo Aval ascendieron a \$373.638 millones, con un decrecimiento anual de 5% explicado por menores ingresos por dividendos de las inversiones permanentes; en particular, por Banco Popular, cuyas utilidades mostraron un descenso de 7,5%, al sumar \$277.130 millones, por un mayor gasto de intereses asociado con una recomposición del pasivo hacia CDT y créditos con instituciones financieras. No obstante, la disminución de los gastos financieros por el pago de las emisiones de 2005 y parte de 2009 permitió que la utilidad neta de la  *Holding* mostrara un crecimiento de 2% al sumar \$319.191 millones.

**En febrero y septiembre de 2012 Grupo Aval realizó dos emisiones de deuda en el exterior por US\$1.600 millones<sup>10</sup>, con el propósito de realizar el pago de la deuda vigente<sup>11</sup> y ampliar el plazo de sus pasivos. Como resultado, el nivel de apalancamiento de Grupo Aval aumentó, al tiempo que se redujeron los indicadores de cobertura de deuda frente a lo proyectado por el Calificado en años anteriores. Teniendo en cuenta que el remanente de las emisiones podría utilizarse para adquirir nuevas inversiones, la capacidad financiera de Aval podría mostrar mayor estrés e incrementar el nivel de doble apalancamiento<sup>12</sup>. De lo anterior, la evolución de estos indicadores será un aspecto de seguimiento para la próxima revisión.** Como resultado

<sup>10</sup> Las emisiones se realizaron a través de Grupo Aval Limited, incorporada en las Islas Cayman. La primera emisión se realizó en febrero de 2012 por US\$600 millones (\$1,08 billones de pesos), con vencimiento en febrero de 2017 y la segunda emisión en septiembre de 2012 por US\$1.000 millones (\$1,8 billones de pesos), con vencimiento en septiembre de 2022. Si bien las emisiones se redimen al vencimiento, existe una opción de redención temprana a un precio superior al 100% del principal, sin que este sea inferior a US\$250 millones.

<sup>11</sup> El perfil de deuda de Grupo Aval ascendió a \$2,39 billones al cierre de diciembre de 2011.

<sup>12</sup> Inversiones Permanentes menos valorizaciones/Patrimonio.

---

*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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

de estas emisiones, el indicador de deuda sobre EBITDA de la  *Holding* pasó de una proyección para 2012 de 1,16 veces en la revisión periódica de 2011 a 1,99 veces en la actual revisión. Así mismo, el flujo operativo sobre servicio de la deuda proyectado para 2012 era de 4,44 veces y ahora es de 0,39 veces. Por su parte, el EBITDA sobre los egresos por intereses disminuyó de 9,36 a 9,12 veces entre las dos revisiones. Por el contrario, al no llevar a cabo ninguna inversión permanente, el indicador de doble apalancamiento se mantuvo por debajo de 106% en ambas revisiones. De acuerdo con las proyecciones de Grupo Aval al 2025, estos indicadores mostrarían una disminución progresiva en los siguientes nueve años.

**Con base en el análisis de la información histórica de Grupo Aval y las proyecciones remitidas por el Calificado (2012-2025), BRC llevó a cabo diferentes escenarios de estrés<sup>13</sup> a partir de los cuales se concluye que el emisor cuenta con un flujo de caja suficiente para atender el servicio de la deuda. No obstante, el indicador de dividendos respecto al servicio de la deuda<sup>14</sup> resulta superior a 0,5 veces, una reducción importante frente a la cobertura de más de 1 vez que presentaba en 2011 y en el escenario remitido por el Calificado. Bajo los escenarios de estrés, el indicador de Deuda sobre EBITDA muestra un máximo de 1,82 veces en el escenario base y de 1,89 veces en el escenario estresado. Así mismo, la máxima cobertura de los dividendos respecto al servicio de la deuda es de 10 veces en el 2020, en el escenario de estrés, mientras que en el escenario base el máximo es de 20,19 veces en 2022.**

**Al cierre de agosto de 2012, la relación de solvencia del agregado de bancos subordinados de Grupo Aval se ubicó en 14,03% por debajo del 16,2% del sector. Aunque la baja solvencia es una característica de estas entidades que se mantiene por política del Grupo Aval, si se suma a unos menores indicadores de cubrimiento de cartera, indica que el Calificado podría ser más vulnerable ante un escenario de deterioro en la calidad de la cartera del sistema financiero. El indicador de solvencia más bajo de los bancos subordinados de Aval, es el 11,6% registrado por Banco Popular, quien es a su vez el banco con mayores indicadores de rentabilidad y menor indicador de cobertura de cartera entre las entidades subordinadas de Grupo Aval.**

**De acuerdo con ejercicios realizados por Grupo Aval, la estructura de capital actual de los establecimientos bancarios subordinados le**

<sup>13</sup> El estrés se realizó sobre la generación de utilidades de las subsidiarias, el pago de dividendos en efectivo, el incremento del servicio de la deuda, entre otros aspectos.

<sup>14</sup> Egresos por intereses+ amortizaciones a capital.

**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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.**

**permitiría cumplir a Banco de Occidente con los nuevos estándares que empezarán a regir en agosto de 2013<sup>15</sup>; sin embargo, los otros tres establecimientos subordinados de Aval requerirán capitalizar reservas ocasionales y comprometerse a capitalizar un porcentaje de las utilidades del ejercicio en curso. En este sentido, los requerimientos para ajustar la solvencia podrían representar un estrés adicional para los dividendos que recibiría Aval en el 2013, lo cual es uno de los aspectos a los que se hará seguimiento. Según el ejercicio de solvencia realizado por Grupo Aval con la información vigente a junio de 2012, el Banco AV Villas no lograría alcanzar el 9% mínimo requerido por la regulación, por lo cual debería capitalizar reservas ocasionales que no computan actualmente.**

**Las fortalezas competitivas de cada entidad del Grupo Aval, el enfoque conservador del conglomerado respecto a las políticas para la administración del riesgo trasladadas a sus subsidiarias y la estrategia de integración tecnológica llevada a cabo actualmente, son aspectos que en 2013 favorecerán las mejores prácticas del negocio, permitirán fortalecer las sinergias y continuar mostrando una alta eficiencia operacional. En el 2012, el Grupo implementó un proyecto para un nuevo *core banking system* para el Banco de Occidente. Al cierre de septiembre de 2012 se encontraban en ejecución de pruebas y certificación de la funcionalidad de la primera fase del proyecto de integración.**

Según la información remitida por Grupo Aval, ni la  *Holding* ni sus filiales tienen procesos en contra que pongan en riesgo su estabilidad patrimonial. Por otra parte, Grupo Aval tampoco ha sido sujeto de sanciones o de castigos impuestos por la Superintendencia Financiera, ni de amonestaciones por parte de la AMV (Autorregulador del Mercado de Valores).

## **2. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD**

---

Grupo Aval Acciones y Valores S. A. es una empresa *holding* creada en 1998 con participación controlante en varias entidades del sector financiero, las cuales son: Banco de Bogotá S. A., Banco de Occidente S. A., Banco Popular S. A., Banco AV Villas S. A., y la Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir. Los principales objetivos de Grupo Aval son los siguientes: 1) Consolidar las principales inversiones de la Organización Luis Carlos Sarmiento Angulo (OLCSAL) en el sector financiero colombiano; y 2) Facilitar el acceso al mercado de capitales de la  *Holding*.

<sup>15</sup> Decreto 1771 de 2012.

A septiembre de 2012 la participación directa de Grupo Aval en las filiales se compone de la siguiente manera:

**Tabla No. 1. Entidades controladas por Grupo Aval**

Entidad	Calificación Deuda de Largo Plazo	Participación en Entidades Controladas
Banco de Bogotá S. A.	AAA	64,4%
Banco de Occidente S. A.	AAA	68,2%
Banco Comercial AV Villas S. A.	AAA	79,9%
Banco Popular S. A.	AAA	93,7%
AFP Porvenir S. A.	AAA	20,00%
Grupo Aval Limited	n.a.	100%

Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

Adicional a lo anterior, a través de sus bancos subordinados, Grupo Aval controla indirectamente a la Corporación Financiera Colombiana S. A. y a las siguientes filiales financieras: Fiduciaria Bogotá, Fiduciaria de Occidente, Fiduciaria Corficolombiana y Fiduciaria Popular; a la Firma Comisionista de Bolsa Casa de Bolsa y a los almacenes generales de depósito Almaviva y Alpopular, entre otras.

La estructura accionaria de Grupo Aval es la siguiente<sup>16</sup>:

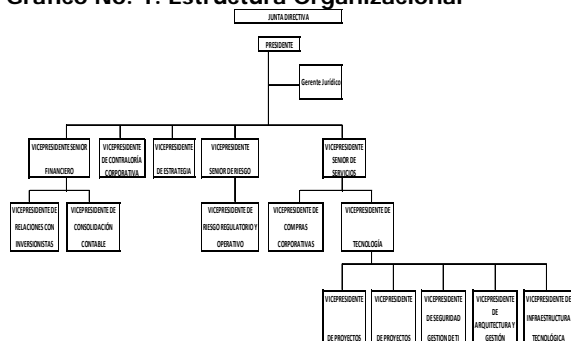
**Tabla No. 2. Composición Accionaria a septiembre de 2012**

Accionista	Participación
Adminnegocios & Cía. SCA	23,23%
Actuinos S. A.	18,47%
El Zuque	7,60%
Inversiones Escorial S. A.	6,60%
SOCINEG S.A	6,07%
Aminversiones S. A.	5,68%
Intrassets Trading S.A	5,32%
Luis Carlos Sarmiento Angulo	4,46%
Otros	22,57%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

Grupo Aval se caracteriza por una estrategia multimarca; no obstante, las filiales adoptan las mejores prácticas de la controlante y existen economías de escala robustas, principalmente, en cuanto a canales de atención y servicio.

**Gráfico No. 1. Estructura Organizacional**



Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

La Contraloría Corporativa llevó a cabo visitas de auditoría en el primer semestre de 2012, de acuerdo con el plan anual presentado a la Presidencia de Grupo Aval. Así mismo, se impartieron directrices a las entidades subordinadas, en temas relacionados con auditoría, control y seguridad de la información.

Por otra parte, al cierre de junio de 2012, la Dirección de Auditoría Interna encaminó y ejecutó sus evaluaciones de acuerdo al Plan de Trabajo aprobado por el Comité de Auditoría de Grupo Aval. Así mismo los resultados de dichas evaluaciones fueron presentados a la administración de la Compañía para que se elaboraran los planes de mejoramiento respectivos. Adicionalmente, realizó el seguimiento de los planes de acción y otras actividades encaminadas a fortalecer el Sistema de Control Interno de la Entidad.

### 3. DESEMPEÑO FINANCIERO

#### 3.1. Filiales de Grupo Aval

Las entidades bancarias subordinadas de Grupo Aval cuentan con una sólida posición y trayectoria en el mercado. En este sentido, a septiembre de 2012 las entidades controladas por Grupo Aval tenían participaciones de mercado por utilidades, patrimonio, cartera de créditos y depósitos y exigibilidades de 35,57%, 33,95%, 29,02% y 30,11%, respectivamente<sup>17</sup>. El Banco de Bogotá es el establecimiento de crédito de mayor tamaño de Grupo Aval y ocupa el segundo lugar del sector por nivel de activos y patrimonio.

Al cierre de septiembre de 2012 la utilidad neta agregada de las entidades en las cuales Grupo Aval tiene inversión directa (Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco AV Villas y AFP Porvenir) era de \$1,9 billones, 12,58% superior a las registradas en septiembre de 2011.

Entre diciembre de 2007 y diciembre de 2011 el crecimiento promedio de las utilidades de los bancos subordinados de Grupo Aval ha sido del 20,49%, superior al crecimiento de 17,39% evidenciado por el sector. El margen neto de intereses representó el 60,78% del margen financiero, lo que indica que la actividad de intermediación continúa explicando en gran medida los resultados financieros de los Bancos subordinados de Grupo Aval.

<sup>16</sup> En Grupo Aval existe una situación de control por parte de Luis Carlos Sarmiento Angulo, como consta en el registro de la Cámara de Comercio de Bogotá No. 00865815 del 11 de febrero de 2003.

<sup>17</sup> A septiembre de 2011, la participación de mercado de los bancos de Grupo Aval por utilidades, patrimonio, cartera neta, y depósitos y exigibilidades era del 35,87%, el 36%, el 40%, el 28,49% y el 29,40%, respectivamente.

*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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

**CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009**  
**GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A. POR \$750.000 MILLONES**

**Tabla No. 3. Principales rubros del Balance y P&G - subordinadas de Aval**

	Banco de Bogotá	Banco Popular	Banco de Occidente	Banco AV Villas	AFP Porvenir
Activos	49,374,182	15,789,833	22,165,449	8,582,264	904,120.13
Pasivos	40,530,395	13,782,422	18,893,059	7,562,554	164,988.93
Patrimonio	8,843,787	2,007,411	3,272,390	1,019,709	739,131.20
Utilidad Neta	945,837	277,131	398,487	127,108	152,750.43

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services. Cifras en millones. A septiembre de 2012.

Acorde con los resultados al cierre de septiembre de 2012, las entidades bancarias subordinadas de Grupo Aval continuaron liderando los indicadores de rentabilidad del sector. Sin embargo, respecto a los observados en el mismo periodo de 2011 se evidencia una desmejora asociada con los menores márgenes de intermediación que se presentaron a nivel sectorial de acuerdo con la evolución de las tasas de interés.

Por su parte, el indicador de liquidez del agregado de los bancos subordinados de Aval resulta inferior al del sector por la alta participación de los disponibles para la venta en el portafolio de las entidades, las cuales se utilizan para realizar operaciones repo con el Banco de la República.

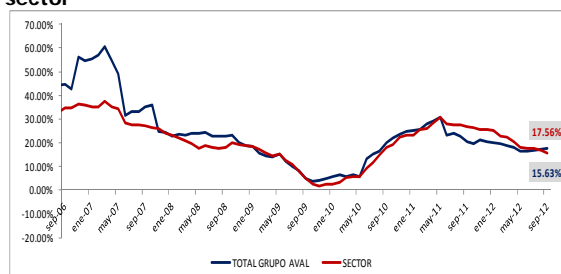
**Tabla 4. Principales indicadores financieros-subordinadas Grupo Aval**

	GRUPO AVAL		SECTOR	
	sep-11	sep-12	sep-11	sep-12
Ing. Neto Intereses / Activos	3.16%	3.31%	3.44%	3.67%
ROE*	17.71%	16.71%	16.09%	14.96%
ROA*	2.46%	2.32%	2.07%	2.02%
Indicador de Solvencia	14.13%	15.77%	14.12%	14.03%
Activos Líquidos / Total Activos	9.88%	11.16%	12.61%	14.19%
Cartera y Leasing Bruta/Depósitos y Exigib.	104.48%	101.11%	108.75%	106.03%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services. Cifras en millones. \*Indicadores anualizados.

Entre septiembre de 2011 y septiembre de 2012, los activos de los bancos subordinados de Grupo Aval crecieron un 14,97%, luego de que la cartera de créditos y leasing bruta aumentara a \$63,1 billones, lo que representó un incremento de 15,63%. Como se observa en el Gráfico No. 2 el ritmo de crecimiento del portafolio de créditos de dichas entidades ha mostrado una desaceleración frente al del sector, que para el mismo periodo se incrementó en 17,56%.

**Gráfico No. 2. Crecimiento de la cartera bruta de establecimientos bancarios de Aval vs. Crecimiento del sector**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services. \*Cifras en millones.

Las adecuadas políticas de otorgamiento, seguimiento y cobranza de los bancos subordinados de Grupo Aval se reflejó en el mantenimiento de una excelente calidad de cartera frente a la del promedio del sector. En este sentido, el indicador de calidad de cartera agregado de dichas entidades fue de 2,72%, lo que representa 33,53 puntos básicos menos que el indicador registrado por el sector al cierre de septiembre de 2012.

**Tabla No. 5. Evolución del indicador de calidad de cartera por vencimientos - bancos subordinados de Grupo Aval**

CALIDAD DE LA CARTERA	Dic09	Dic10	Dic11	Sep11	Sep12
Banco de Bogotá	1.63	2,13	2.08	2,92	2,25
Banco de Occidente	2.49	2,71	2.79	3,94	2,79
Banco Popular	2.07	2,25	2.25	3,20	2,41
Banco AV Villas	2.81	2,92	3.01	4,13	3,41
Grupo Aval	2.25	2,50	2.53	3,55	2,72
Sector	2.47	2,78	2.87	3,91	2,78

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services.

Los indicadores de cobertura del agregado de entidades bancarias subordinadas de Grupo Aval continúan por debajo de los del sector, lo que se explica por un mayor crecimiento de la cartera frente a los saldos vencidos, contrario a lo observado en el agregado bancario.

**Tabla No. 6. Evolución de los indicadores de cubrimiento<sup>18</sup> de los bancos subordinados de Aval**

	GRUPO AVAL*		SECTOR	
	Sep11	Sep12	Sep11	Sep12
Indicador de Cobertura	161,7%	148,34%	162,9%	157,68%
Indicador de Cobertura CDE	53,9%	50,56%	60,7%	61,55%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services. \*Promedio de los indicadores de: Banco de Bogotá, Banco Popular, Banco de Occidente y Banco AV Villas.

Los depósitos consolidados de las entidades bancarias en las que Grupo Aval tiene inversión directa ascendieron a \$62,41 billones, con un incremento anual de 21,47%, el cual resultó mayor al aumento de 18,6% de los depósitos del sector bancario. Las cuentas de ahorro continúan

<sup>18</sup> Provisiones / Cartera Vencida.

*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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

**CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009**  
**GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A. POR \$750.000 MILLONES**

siendo la principal fuente de fondeo de las subordinadas de Aval.

**Tabla No. 7. Evolución de los depósitos y exigibilidades de los bancos subordinados de Grupo Aval\***

	Dic11	Part (%)	Sep11	Part (%)	Sep12	Part (%)
<b>Cta. Corriente</b>	13,752,140	24.62%	11.130.862	21,7%	14,189,817	22.74%
<b>Cta. Ahorro</b>	27,072,577	48.47%	26.051.309	50,7%	29,684,744	47.49%
<b>CDT</b>	14,137,260	25.31%	13.626.611	26,5%	17,919,569	28.71%
<b>Otros</b>	897,443	1.61%	572.427	1,1%	619,719	1.06%
<b>Depósitos y Exigib.</b>	<b>55,859,421</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.381.208</b>	<b>100%</b>	<b>62,413,849</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services. \*Cifras en millones.

La Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir mantuvo su liderazgo por volumen de activos administrados y utilidades. Al cierre de septiembre de 2012, la utilidad neta de la AFP Porvenir sumó \$152.750 millones, con un aumento anual de 32,25% que resultó menor al incremento de 44% del sector. Por su parte, la participación de mercado de la AFP subordinada de Grupo Aval por volumen de activos administrados<sup>19</sup> fue del 27,15% con cifras a julio de 2012.

Se destaca que Porvenir muestra históricamente una alta eficiencia operacional<sup>20</sup>, lo cual refleja una estructura de costos flexibles y ajustados a las condiciones del mercado. La evolución favorable de ese indicador cobra relevancia, puesto que, si bien Porvenir cuenta con sinergias con Grupo Aval, el soporte operacional es menor al compararlo con otras AFP del mercado.

**Tabla No. 8. Evolución de los indicadores financieros de la AFP Porvenir vs. el sector**

INDICADORES	PORVENIR		SECTOR AFP	
	sep-11	sep-12	sep-11	sep-12
<b>Solvencia ( Activo Total/ Pasivo Total)</b>	3.56	5.48	4.86	5.57
<b>Nivel de Endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total)</b>	28.06	18.25	20.58	17.94
<b>Activos Fijos / Activos Totales</b>	6.34	4.96	4.39	3.52
<b>Quebranto Patrimonial (Pat. Neto/ cap. soc)</b>	7.74	9.24	8.64	9.15
INDICADORES DE GESTION				
<b>Gastos Totales/ AUM</b>	0.75	0.83	0.71	0.61
<b>Gastos Operacionales/AUM</b>	0.6	0.59	0.6	0.72
<b>Gastos de Personal /AUM</b>	0.31	0.24	0.31	0.2
<b>Ingresos totales/AUM</b>	0.96	1.22	0.88	0.99
<b>Ingresos Operacionales/AUM</b>	0.81	1.09	0.81	0.83
<b>Gastos Totales /Ingresos Totales</b>	73.11	67.93	79.16	73.6

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos: BRC Investor Services.

<sup>19</sup> Fondo de pensiones obligatorias, cesantías y pensiones voluntarias.

<sup>20</sup> Gastos Totales / Ingresos Totales.

*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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

### 3.2. Grupo Aval

Al cierre de septiembre de 2012 la utilidad neta de Grupo Aval alcanzó \$319.192 millones, con un crecimiento anual de 2% explicado por la buena dinámica de los ingresos por dividendos, cuya participación en el rubro operacional ascendió a 91,20%.

Por otra parte, \$1,15 billones de los pasivos de Grupo Aval constituyen obligaciones financieras con partes relacionadas y \$850.000 millones corresponden a las emisiones de títulos de deuda vigentes. La disminución de 20,3% en las obligaciones financieras, en la parte no corriente, corresponde al pago de la emisión de bonos de 2005 y una parte de la emisión de 2009.

A partir del 31 de diciembre de 2011 se registran las valorizaciones en inversiones en compañías controladas, por la diferencia entre el valor intrínseco y el valor de realización, lo que explica el aumento extraordinario del rubro valorizaciones.

### 4. Contingencias

De acuerdo con la información remitida por el Calificado, Grupo Aval no presenta procesos ordinarios en contra que pongan en riesgo su estabilidad patrimonial. Tampoco han sido sujetos de sanciones por la Superintendencia Financiera, ni amonestaciones por parte de la AMV (Autorregulador del Mercado de Valores).

*La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente, por la disponibilidad del cliente, y la entrega de la información se cumplió dentro de los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de la Calificadora. Es necesario mencionar que se ha revisado la información pública disponible para contrastarla con la información entregada por el Calificado.*

*Se aclara que la Calificadora de Riesgos no realiza funciones de Auditoría; por tanto, la Administración de la Entidad asume la entera responsabilidad sobre la integridad y la veracidad de toda la información entregada, y que ha servido de base para la elaboración del presente informe.*

**CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009**  
**GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A. POR \$750.000 MILLONES**

**5. ESTADOS FINANCIEROS**

<b>BRC Investor Services S. A. SCV</b>								<b>BRC Investor Services S.A. scv</b> Sociedad Calificadora de Valores	
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.									
Cifras en millones de pesos									
<b>BALANCE GENERAL</b>	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	sep-12	Var % Dic10- Dic11	Var % Sep11- Sep12	
Disponible	56,199	65,603	11,330	1,589,890	1,671,264	1,004,110	13933%	-40%	
Inversiones Negociables	41,812	26,562	1,400,359	104	1,775	1,972	-100%	11%	
Deudores	101,837	102,719	110,815	171,861	357,554	373,555	55%	4%	
DIFERIDOS	46	75	465	3,209	13,714	16,721	59%	22%	
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>199,893</b>	<b>194,959</b>	<b>1,522,969</b>	<b>1,765,064</b>	<b>2,044,307</b>	<b>1,396,357</b>	<b>16%</b>	<b>-32%</b>	
Cargos Diferidos				31,267	10,588	428		-96%	
Inversiones Permanentes	4,161,040	5,423,893	6,607,663	9,694,709	9,384,399	10,346,733	47%	10%	
Propiedades, planta y equipo	197	281	345	444	478	476	29%	-1%	
Intangibles, neto	1,056,047	637,209	431,033	423,506	487,465	414,977	-2%	-15%	
Valorizaciones	(0.15)	(0.16)	(0.10)	6,982,266.00	201,750	7,190,632		3464.1%	
<b>TOTAL ACTIVO LARGO PLAZO</b>	<b>5,217,284</b>	<b>6,061,382</b>	<b>7,039,041</b>	<b>17,132,192</b>	<b>10,084,680</b>	<b>17,953,245</b>	<b>143%</b>	<b>78%</b>	
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5,417,177</b>	<b>6,256,341</b>	<b>8,562,010</b>	<b>18,897,256</b>	<b>12,128,988</b>	<b>19,349,602</b>	<b>121%</b>	<b>60%</b>	
Obligaciones financieras	53,195	8,500	6,667	32,737	16,234	100,045	391%	516%	
Proveedores	40	1,312	715	501	56	1,193	-30%	2040%	
Cuentas por pagar	257,441	188,420	214,870	289,532	480,200	536,160	35%	12%	
Impuestos, gravámenes y tasas	1,158	1,092	1,384	13,533	811	12,434	878%	1433%	
Obligaciones laborales	327	487	631	916	474	714	45%	51%	
Pasivos estimados y provisiones	19	-	-	-	6,285	9,870		57%	
Otros pasivos	-	-	-	2,655	4,946	1,978		-60%	
Bonos en circulación	-	105,300	100,000	220,450	194,700	125,751	120%	-35%	
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>312,180</b>	<b>305,111</b>	<b>324,268</b>	<b>560,324</b>	<b>703,707</b>	<b>788,146</b>	<b>73%</b>	<b>12%</b>	
Impuesto al patrimonio				22,928	34,393	11,464		-67%	
Obligaciones financieras	453,508	113,883	1,444,509	1,411,384	1,367,220	1,050,872	-2%	-23%	
Bonos en circulación	400,000	1,044,700	944,700	724,250	850,000	724,249	-23%	-15%	
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>853,508</b>	<b>1,158,533</b>	<b>2,389,209</b>	<b>2,158,562</b>	<b>2,251,612</b>	<b>1,786,585</b>	<b>-10%</b>	<b>-21%</b>	
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,165,689</b>	<b>1,463,644</b>	<b>2,713,477</b>	<b>2,718,886</b>	<b>2,955,319</b>	<b>2,574,731</b>	<b>0%</b>	<b>-13%</b>	
Capital social	13,929	13,944	13,944	18,551	18,551	18,552	33%	0%	
Superávit de capital	1,779,453	1,974,079	2,592,473	5,433,581	5,570,720	5,625,913	110%	1%	
Reservas	1,090,980	1,481,564	1,856,754	2,201,185	2,194,447	2,745,358	19%	25%	
Revalorización del patrimonio	922,998	922,040	921,082	875,225	875,225	875,225	-5%	0%	
Utilidad del Ejercicio	444,129	401,070	464,280	667,562	312,976	319,192	44%	2%	
Valorizaciones	(0.15)	(0.16)	(0.10)	6,982,266.00	201,750	7,190,632		3464%	
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>4,251,488</b>	<b>4,792,697</b>	<b>5,848,533</b>	<b>16,178,370</b>	<b>9,173,668</b>	<b>16,774,872</b>	<b>177%</b>	<b>83%</b>	

<b>BRC Investor Services S. A. SCV</b>								<b>BRC Investor Services S.A. scv</b> Sociedad Calificadora de Valores	
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.									
Cifras en millones de pesos									
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	sep-12	Var % Dic10- Dic11	Var % Sep11- Sep12	
Ingresos Operacionales	909,830	1,023,628	1,340,603	821,392	393,218	373,638	31.0%	-5.0%	
Pérdida método de participación por cambios				(21,331)	(2,940)	(205)		-93%	
Costo de ventas de inversiones	-	(60,875)	(769,175)				1163.54%		
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>909,830</b>	<b>962,753</b>	<b>546,585</b>	<b>800,061</b>	<b>390,279</b>	<b>373,433</b>	<b>-43.2%</b>	<b>-4.3%</b>	
MENOS GASTOS OPERACIONALES	26,910	62,985	37,811	48,261	21,892	20,792	-40.0%	-5.0%	
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>882,920</b>	<b>899,768</b>	<b>508,774</b>	<b>751,800</b>	<b>368,386</b>	<b>352,641</b>	<b>-43.5%</b>	<b>-4.3%</b>	
Ingresos no operacionales	14,825	12,221	7,222	10,649	4,930	9,686	-40.9%	96.5%	
Gastos no operacionales	132,354	123,549	50,440	91,059	58,419	40,118	-59.2%	-31.3%	
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>765,391</b>	<b>788,440</b>	<b>465,555</b>	<b>671,390</b>	<b>314,898</b>	<b>322,209</b>	<b>-41.0%</b>	<b>2.3%</b>	
Menos Impuestos de Renta y Complementarios	5,212	1,679	1,275	3,846	1,923	3,018	-24.0%	57.0%	
<b>GANANCIAS Y PERDIDAS</b>	<b>760,180</b>	<b>786,761</b>	<b>464,278</b>	<b>667,544</b>	<b>312,975</b>	<b>319,192</b>	<b>-41.0%</b>	<b>2.0%</b>	
<b>INDICADORES</b>									
	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	sep-11	sep-12			
Rentabilidad del Activo o Dupont	14.0%	12.6%	5.4%	3.5%	2.6%	1.6%			
Rentabilidad del patrimonio	17.9%	16.4%	7.9%	4.1%	3.4%	1.9%			
Margen operacional	97.0%	87.9%	38.0%	91.5%	93.7%	94.4%			
Margen Neto	83.6%	76.9%	34.6%	81.3%	79.6%	85.4%			
Razon corriente	0.64	0.64	4.70	3.15	2.91	1.77			
Concentracion endeudamiento a corto plazo	26.8%	20.8%	12.0%	20.6%	23.8%	30.6%			
Endeudamiento total	21.5%	23.4%	31.7%	14.4%	24.4%	13.3%			
Leverage total	27.4%	30.5%	46.4%	16.8%	32.2%	15.3%			

*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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*



**CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS 2009**  
**GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A. POR \$750.000 MILLONES**

---

**CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO**

Esta calificación se asigna respecto de instrumentos de deuda con vencimientos originales mayores de un (1) año. Las calificaciones representan una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. En este sentido, establece la capacidad de pago de una institución en cuanto a sus pasivos con el público, considerando la calidad de los activos, la franquicia en el mercado, sus fuentes de fondeo, así como la estabilidad de sus márgenes operativos. También considera la estructura de manejo de riesgos financieros y la calidad de la gerencia. La calificación pueden incluir un signo positivo (+) o negativo (-) dependiendo si se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

**Grados de inversión:**

<b>AAA</b>	Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta categoría en grados de inversión.
<b>AA</b>	Es la segunda mejor calificación en grados de inversión. Indica una buena capacidad de repagar oportunamente capital e intereses, con un riesgo incremental limitado en comparación con las emisiones calificadas con la categoría más alta.
<b>A</b>	Es la tercera mejor calificación en grados de inversión. Indica una satisfactoria capacidad de repagar capital e intereses. Las emisiones de calificación A podrían ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tantos internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.
<b>BBB</b>	La categoría más baja de grados de inversión. Indica una capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Las emisiones BBB son más vulnerables a los acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las obligaciones con calificaciones más altas.

**Grados de no inversión o alto riesgo**

<b>BB</b>	Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que la probabilidad de incumplimiento es considerablemente menor que para obligaciones de calificación mas baja. Sin embargo, existen considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de servicios de la deuda.
<b>B</b>	Las emisiones calificadas con B indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento que las emisiones de mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso podría afectar negativamente el pago oportuno de capital e intereses.
<b>CCC</b>	Las emisiones calificadas de CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera.
<b>CC</b>	La calificación CC se le aplica a emisiones que son subordinadas de otras obligaciones calificadas CCC y que por lo tanto contarían con menos protección.
<b>D</b>	Incumplimiento.
<b>E</b>	Sin suficiente información para calificar.

---

*Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

---

**HOJA DE VIDA MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO**

**Roy Weinberger**, Es MBA de Columbia University y BA en Ciencia Política de la University of Rhode Island. Cuenta con 25 años de experiencia en cargos directivos en calificadoras internacionales como Standard & Poor's y Thomson Financial BankWatch. Entre la experiencia con la primera de las citadas, vale resaltar su calidad de ejecutivo senior y Vicepresidente fundador a cargo de las emisiones corporativas, relacionadas éstas últimas con empresas del sector público a nivel global. Resulta destacable también su experiencia como Vicepresidente, en la evaluación y calificación de municipalidades y entes territoriales de varios países.

**Mahesh Kotecha**, quien tiene grado de Finanzas de la Escuela del Negocios del MIT y doctorado en Negocios Internacionales y Finanzas del NY Graduate School of Business. Fue ejecutivo de alto nivel de Standard & Poor's y como su Vicepresidente, fue pionero en la realización de las calificaciones de titularizaciones de cartera y especialmente, de emisiones estructuradas de más de 20 entidades subnacionales (públicas y gubernamentales), especializándose así en proyectos de mercados emergentes. El señor Kotecha posee actualmente en los Estados Unidos una reputada firma de finanzas estructuradas (SCIC). Colateralmente, es uno de los principales ejecutivos de desarrollo del programa de garantías que administra el Banco Interamericano de Desarrollo y del programa United Nations Development Program.

**Leonardo Bravo (suplente)**, Es MSc en Negocios Internacionales de Ceram School of Management en Francia y BS en Finanzas y Relaciones Internacionales de la Universidad Externado de Colombia. Cuenta con 15 años de experiencia en cargos analíticos en Banco de Bogotá, Corredores Asociados, BRC Investor Services y la calificadora internacional Standard & Poor's (S&P). En S&P estuvo a cargo como Director Asociado y luego como Director de calificaciones de instituciones financieras en México, Centroamérica y el Caribe.

---

*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 u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

---