

**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
DEUDA DE LARGO PLAZO	AAA (Triple A)
Cifras en millones al 30 de septiembre de 2013 Activos Totales: \$24.034.255. Pasivo: \$2.791.627. Patrimonio: \$21.242.628. PyG trimestre julio – septiembre de 2013 Utilidad Operacional: \$423.327. Utilidad Neta: \$399.338	Historia de la calificación: Revisión Periódica Nov./12: AAA Revisión Periódica Nov./11: AAA Calificación Inicial Nov./09: AAA

La información financiera incluida en este reporte está basada en estados financieros auditados de los años 2010, 2011, 2012, los estados financieros auditados a junio de 2013 y los estados financieros no auditados a septiembre de 2013.

Características de los títulos

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

La calificación de la presente emisión de Grupo Aval incorpora la consistencia del foco estratégico del grupo económico y la solidez financiera de sus subsidiarias directas e indirectas¹, con las cuales

¹ Grupo Aval tiene inversión directa en: Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Comercial AV Villas, Banco Popular, Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S. A., y AFP Horizonte Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S. A. e inversión indirecta en la Corporación Financiera Colombiana S. A. (Corficolombiana), que es la más representativa, las subsidiarias de la Corporación, y demás filiales.

han mantenido el liderazgo en el sector bancario durante la última década. Con la adquisición de **AFP Horizonte Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A.**, el Grupo lideraría la industria de fondos de pensiones y cesantías en el mercado colombiano, en términos de recursos administrados y número de afiliados, al cierre de **2013**. Entre 2008 y 2012, el agregado de bancos de Grupo Aval ha mantenido el liderazgo en el sector por colocación de cartera, depósitos, utilidades y patrimonio, con participaciones de mercado promedio de 28,8%, 30,3%, 34,8% y 31,9%, respectivamente. Al cierre de agosto de 2013, en su orden, estas participaciones eran de 27,9%, 28,4%, 35,7% y 33,2%. En particular, con la adquisición de **BAC Credomatic²** en 2010, la participación de mercado de Banco de Bogotá por utilidades pasó de 15,6% en 2008 a 20,4% al cierre de agosto de 2013.

² La compra se materializó el 9 de diciembre de 2010 y se realizó a través de Leasing Bogotá Panamá, filial del Banco de Bogotá.

Por otra parte, el 18 de abril de 2013 se perfeccionó la compra del 99,99% de las acciones de BBVA Horizonte S. A. Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones (Ahora denominado AFP Horizonte Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A.) por parte de Porvenir, Banco de Bogotá, Banco de Occidente y Grupo Aval³. Al cierre de agosto de 2013, el valor de los fondos administrados⁴ por las AFP en Colombia fue de \$148,71 billones. De este total, Porvenir administraba recursos por \$40,78 billones (27,4%), mientras que Horizonte administraba \$21,93 billones (14,8%). En conjunto, la AFP Horizonte y AFP Porvenir alcanzarían una participación de mercado superior al 42%⁵.

En los últimos tres años (sep./11 a sep./13) Grupo Aval ha incrementado su diversificación geográfica, tras la adquisición del BAC Credomatic en 2010 y los anuncios de compra, a través de BAC Credomatic Centroamérica y Leasing Bogotá S. A. Panamá, de Grupo Reformador, en Guatemala, y del Banco BBVA Panamá, llevados a cabo durante 2013. Aunque la presencia del Grupo en Centroamérica podría generar mayor volatilidad en los resultados consolidados, por la vulnerabilidad de esta zona a la desaceleración económica de Estados Unidos y a la recesión de la Eurozona, y por sus riesgos políticos, estos aspectos estarían parcialmente mitigados por la participación mayoritaria del Grupo en Panamá, economía que ha mostrado alto dinamismo en las inversiones y favorable crecimiento económico, que se mantendría en el mediano plazo, lo cual mejoraría las expectativas de generación de utilidades para el conglomerado colombiano. En junio de 2013, se firmó el acuerdo para la adquisición del 100% del Grupo Financiero Reformador de Guatemala que comprende: el Banco Reformador de Guatemala y Transcom Bank Limited de Barbados, a través de Credomatic International Corporation (CIC), subsidiaria del Banco de Bogotá. De acuerdo con Grupo Aval, la adquisición representaría un 2% del total de sus activos, por lo cual no se esperaría una alta exposición al riesgo país y no representaría una fuente de dividendos relevante; sin embargo, su expansión en Guatemala le permitiría consolidarse como el tercer grupo financiero privado más relevante de dicho país y ampliar la base de clientes atendida por el BAC. En particular, lograría una

³ La participación accionaria de las entidades que realizaron la adquisición de BBVA Horizonte S. A. Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones (Ahora denominado AFP Horizonte Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A.) fue la siguiente: AFP Porvenir (64,29%), Banco de Bogotá (16,75%), Banco de Occidente (11,82%) y Grupo Aval directamente (7,14%).

⁴ Incluye fondos de pensiones obligatorias, voluntarias y cesantías.

⁵ Con base en el valor de cada fondo al cierre de agosto de 2013.

participación en la cartera del sistema bancario de Guatemala de 10% y en depósitos de 9,2%.

Por otra parte, en julio de 2013, el Grupo comunicó la aprobación de la adquisición de BBVA Panamá por parte de la filial de Banco de Bogotá, Leasing Bogotá Panamá. Con esta adquisición, Grupo Aval sería el segundo grupo financiero con licencia general más relevante de Panamá en términos de activos y se ubicaría en el quinto lugar por utilidades con respecto a la totalidad de bancos que operan en Panamá. BAC International Bank Panamá es el mayor colocador de tarjetas de crédito en Centroamérica, con activos totales de US\$10,68 billones, cartera por US\$7,07 billones, depósitos por US\$7,26 billones y patrimonio de US\$1,22 billones. Su cartera se encuentra diversificada, ya que la cartera comercial y de consumo representan un 34,3% y 37,8%, respectivamente, y el porcentaje restante corresponde a créditos hipotecarios.

Una vez se perfeccionen las adquisiciones, uno de los aspectos de seguimiento será el efecto del crédito mercantil generado sobre el indicador de solvencia del Banco de Bogotá, matriz del BAC Credomatic, el cual podría afectar la relación de solvencia consolidada del Grupo Aval, más aún teniendo en cuenta los nuevos estándares regulatorios⁶. Por lo anterior, la capitalización anunciada por Grupo Aval a Banco de Bogotá cobrará relevancia para mantener una buena capacidad para absorber potenciales pérdidas crediticias que afecten al sector. Al cierre de septiembre de 2013, con información de Grupo Aval, el promedio agregado ponderado de las solvencias individuales de los bancos de Grupo Aval se ubicó en 14,6% bajo la nueva regulación (Decreto 1771 de 2012). Para ese corte, el indicador de solvencia individual más bajo de los bancos subordinados de Grupo Aval fue el 11,67% del Banco AV Villas⁷ y el más alto el 16,13% presentado por Banco de Bogotá. Por el contrario, esta última entidad tendría la solvencia consolidada más baja de 11,36% y la más alta sería la del Banco de Occidente de 13,33%.

En los últimos seis años (sep.07-sep./13) los dividendos de las subsidiarias directas de Grupo Aval han representado más del 90% del total de sus ingresos operacionales. Esto indica que la fortaleza financiera de Grupo Aval se deriva fundamentalmente de la capacidad de generación de dividendos de las subordinadas, por lo cual el desempeño financiero de las subsidiarias cobra relevancia para la presente calificación.

⁶ Decreto 1771 de 2012.

⁷ Banco de Bogotá: 16,13%, Banco de Occidente: 13,75%, Banco Popular: 11,71% y Banco Av Villas: 11,67%.

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.

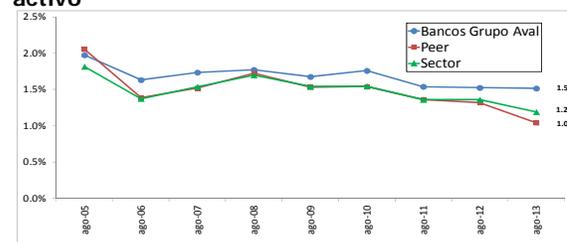
En el periodo previamente mencionado, las subsidiarias bancarias de Grupo Aval han mostrado un desempeño financiero sobresaliente, con un crecimiento promedio anual de las utilidades de 19,7%, superior al 16,7% del sector. Para el cierre de 2013 y para 2014, la *Holding* proyecta un crecimiento similar al promedio registrado en los últimos cinco años e incorpora el supuesto de la generación de dividendos de Porvenir, posterior a la fusión con la AFP Horizonte. De lo anterior, los dividendos proyectados por la *Holding* resultan factibles, más aún teniendo en cuenta que las proyecciones en cuanto a dividendos y utilidades han mostrado una desviación mínima frente a la ejecución real en los últimos tres años (2010 – 2013). Para el periodo de enero a agosto de 2013, las utilidades netas agregadas de los bancos de Grupo Aval sumaron \$1,59 billones, con un aumento anual de 13,7% que fue muy superior al 3,3% registrado por el sector. El buen desempeño de dichas entidades estuvo explicado por el dinamismo de las colocaciones, principalmente en el segmento de consumo, y por el aumento de las captaciones mediante cuentas de ahorro, lo cual favoreció el margen neto de intereses, cuyo aumento anual fue de 14,2% y mantuvo su participación en el margen financiero bruto por encima del 60%, porcentaje similar al presentado por el sector para el mismo corte de tiempo. Los resultados también se vieron favorecidos por el crecimiento anual de los ingresos netos de inversiones⁸ de 24,4%, resultado que contrasta con la disminución de 3,3% observada en el sector, al cierre de agosto de 2013.

Desde 2007 el Banco de Bogotá ha aportado, aproximadamente, el 50% de los dividendos recibidos por Grupo Aval, porcentaje que aumentaría por las adquisiciones de Grupo Reformador y del Banco BBVA Panamá, que se efectuarán a través de las filiales del Banco de Bogotá. La alta concentración de los ingresos en una sola subsidiaria es un factor de riesgo que se tiene en cuenta en la actual calificación; sin embargo, se encuentra parcialmente mitigado por el dinamismo esperado de los bancos en Panamá, lo cual favorecería el desempeño financiero de Banco de Bogotá y el mantenimiento de indicadores de rentabilidad superiores al sector en el mediano plazo.

El ROA⁹ agregado de los bancos de Grupo Aval ha mantenido la brecha positiva frente al sector y los pares comparables durante los últimos ocho años (ver Gráfico 1), lo que está asociado, principalmente, con la alta participación de los depósitos a la vista en el pasivo de las entidades, que les permite mantener un costo de fondeo

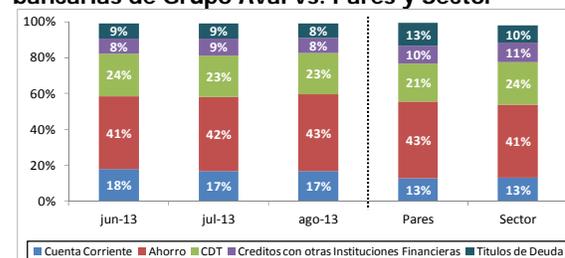
inferior frente al de sus pares y el sector. Una vez se perfeccionen las adquisiciones en Centroamérica, los costos de integración y de operación podrían impactar los márgenes de rentabilidad consolidados en el corto plazo; sin embargo, se esperaría que las compras en Centroamérica permitan ampliar la base de clientes del Grupo y su capacidad de generación de utilidades, al recoger el dinamismo de una economía como la de Panamá. Por otra parte, el crecimiento promedio de 20,3% de la cartera de consumo agregada de los bancos de Grupo Aval durante 2012 también favoreció los ingresos, por las mayores tasas de colocación vigentes en este segmento. De igual manera, al concentrar un 43% de los pasivos en cuentas de ahorro, eso favoreció el costo de fondeo de las entidades (ver Gráfico 2).

Gráfico 1: Evolución indicador de rentabilidad del activo*



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S.A. SCV *Indicador no anualizado.

Gráfico 2: Composición del pasivo de subordinadas bancarias de Grupo Aval vs. Pares y Sector



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S.A. SCV.

Para 2014 se esperaría que la calidad de la cartera de los Bancos del Grupo Aval se mantenga en los niveles actuales. Esto, teniendo en cuenta la excelente calidad de su cartera frente a la del sector, fortaleza que permanece al cierre de agosto de 2013 (ver Gráfico 3), y que el 70% de la cartera agregada de estos bancos pertenece al segmento comercial, que tiene mejor calidad que la cartera de consumo. Al igual que el sector, estos bancos aumentaron el ritmo de crecimiento de la cartera durante 2011, principalmente en el segmento de consumo, lo que

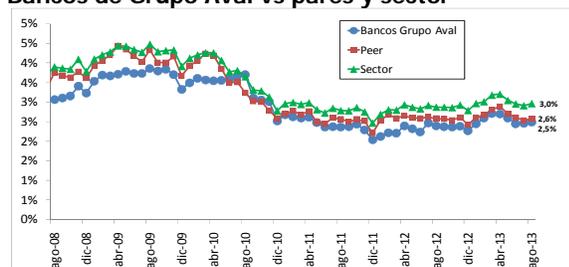
⁸ Utilidad en venta + valorizaciones.

⁹ Rentabilidad sobre el activo.

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.

redundó en un incremento de la cartera vencida durante 2012. Esto conllevó a la posterior desaceleración de las colocaciones, al pasar de una tasa de crecimiento anual de 20,4% en diciembre de 2012 a 12% en agosto de 2013. Si la cartera vigente mantuviera una tasa de crecimiento promedio (ago/12 – ago/13) de 14,56% y la vencida de 23,9%, el indicador se mantendría en los niveles actuales.

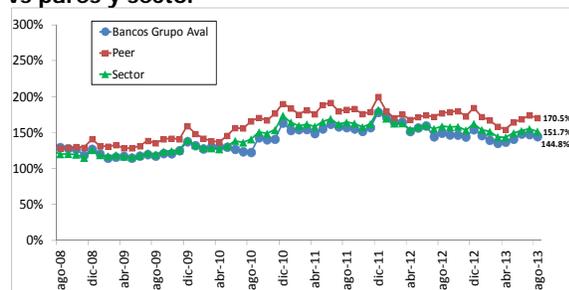
Gráfico 3: Evolución indicadores de calidad de Bancos de Grupo Aval vs pares y sector



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S.A. SCV.

La mejor calidad de la cartera de las instituciones bancarias de Grupo Aval explicó, en parte, el menor cubrimiento de cartera vencida, que fue de 144,8% frente al 170,5% del sector y el 151,7% de sus pares. Para 2014 no se esperan incrementos significativos de la cartera vencida, por lo cual el nivel de cobertura actual se mantendría (ver Gráfico 4).

Gráfico 4: Evolución de los indicadores de cobertura vs pares y sector



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S.A. SCV.

La calificación de las emisiones de Grupo Aval también incorpora el desempeño financiero individual de la controlante. En este sentido, uno de los aspectos relevantes para la calificación ha sido el mantenimiento de niveles bajos de doble apalancamiento¹⁰ en promedio de 108,5% entre 2008 y 2012. Durante 2012, la *Holding* realizó dos

emisiones de bonos en el exterior¹¹, cuyos recursos se utilizaron para alargar el perfil de vencimiento de su pasivo, aumentar su participación en dos subsidiarias y optimizar su flujo de caja. De acuerdo con las proyecciones de Grupo Aval, las compras de Grupo Reformador y del Banco BBVA Panamá no modificarán sustancialmente el nivel del doble apalancamiento, que se mantiene por debajo de 107,5%, ya que la adquisición de estas entidades no se llevará a cabo directamente por la *Holding* y su representatividad en el valor en libros del BAC es menor al 2%, tanto en Guatemala como en Panamá, y dado que en las proyecciones no se contempla nueva deuda. Las compras en Centroamérica no se incluyen en 2013 sino en 2014, por lo cual el indicador de doble apalancamiento en 2013 sólo se afecta por la compra de la BBVA Horizonte S. A. Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones (Ahora denominado AFP Horizonte Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A.); sin embargo, no aumenta sustancialmente por su tamaño frente al de AFP Porvenir. Estos resultados incorporan el crecimiento de las utilidades de las subsidiarias directas, además del efecto positivo sobre los ingresos operacionales de Grupo Aval de las adquisiciones mencionadas, las cuales favorecerían la generación de dividendos de AFP Porvenir y del Banco de Bogotá de manera indirecta a través del BAC Credomatic. Asimismo, se encuentra incluido el incremento de la participación de Grupo Aval en dos subsidiarias directas, que también tenía un efecto favorable sobre la generación de dividendos.

Entre 2012 y 2013, la deuda bruta como proporción del EBITDA pasaría de 1,99x a 2,39x; sin embargo, en los siguientes tres años la *Holding* proyecta que el indicador se mantendría por debajo de 3x. Por su parte, el indicador de EBITDA respecto al servicio de la deuda se ubicaría entre 5x y 6x, aunque se observa una disminución significativa para 2015, cuando sería de 1,89x, por el incremento del servicio de la deuda para cumplir con sus obligaciones con terceros. Sin embargo, según la información remitida por Grupo Aval, con la emisión de acciones ordinarias recientemente anunciada¹², se realizarán prepagos de deuda, por lo cual BRC continuará con el seguimiento a la evolución de los indicadores de cobertura de la deuda. En 2011, la proyección del indicador de deuda/EBITDA de la *Holding* para el cierre de 2012 era de 1,16x y el real fue de 1,99x.

¹¹ 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.

¹² 13 de noviembre de 2013.

¹⁰ Inversiones Permanentes/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.

En la revisión periódica de 2012, el modelo financiero de Grupo Aval proyectaba que dicho indicador sería de 1,82x para el cierre de 2013; sin embargo, por el incremento en el servicio de la deuda derivado de las emisiones en el exterior, la proyección aumentó a 2,39x en la presente revisión periódica. Asimismo, para 2012 la proyección del indicador de EBITDA/servicio de la deuda¹³ era de 4,01x y el valor real fue de 0,94x. Para el cierre de 2013, la proyección sobre este indicador pasó de 10,03x en la revisión periódica de 2012 a 5,94x en la actual revisión periódica.

El flujo de caja remitido por Grupo Aval y proyectado entre 2013 y 2016 muestra que la *Holding* contaría con la suficiente capacidad para capitalizar las subsidiarias o cubrir gastos no contemplados en su presupuesto, por lo cual no se requeriría aumentar los niveles de endeudamiento en el mediano plazo¹⁴; sin embargo, de llevar a cabo nuevas adquisiciones, podrían tomar nueva deuda, lo que será un aspecto de seguimiento por parte de BRC.

Con base en el análisis de la información histórica de Grupo Aval y las proyecciones remitidas por el Calificado (2013-2022), BRC llevó a cabo diferentes escenarios de estrés¹⁵. En el escenario conservador, en el cual se supone una desaceleración del ritmo de crecimiento de las utilidades de las subsidiarias directas y un menor *payout* ¹⁶, el flujo de caja de la *Holding* se tensionaría, especialmente en 2015. De superar los indicadores presentados en dicho escenario, esto reflejaría una menor capacidad de Grupo Aval para llevar a cabo nuevas adquisiciones o apoyar a sus subsidiarias sin recurrir a nueva deuda, lo cual llevaría a revisar la calificación actual. De acuerdo con los cálculos de BRC, en el escenario estresado la relación EBITDA/servicio de deuda para los siguientes cuatro años (2014-2017) se mantendría entre 2x y 5x, con un descenso a 1,5x en 2015. Asimismo, para el mismo periodo de cuatro años, el indicador de deuda/EBITDA se incrementaría frente a los niveles registrados en el escenario base, aunque no superaría 3x en el escenario estresado. Por su parte, la cobertura de los dividendos respecto al servicio de la deuda mostraría un máximo en 2014 de 2,64x, que no se aleja de la máxima cobertura presentada en el escenario base de 2,83x.

¹³ Egreso por intereses + amortizaciones a capital.

¹⁴ Entre 1 y 3 años.

¹⁵ 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.

¹⁶ Porcentaje de utilidades que es pagado a los accionistas como dividendos.

Las prácticas de gobierno corporativo del conglomerado financiero son uno de los factores que se incorporan en la calificación de la presente emisión, por la importancia de la transparencia en las transacciones entre las entidades y de la capacidad de la *Holding* para controlar y monitorear la gestión de riesgos de las subsidiarias. En este sentido, Grupo Aval ha demostrado un continuo soporte y monitoreo a las políticas y procedimientos para la gestión operativa, tecnológica y de riesgos de las subsidiarias, que se evidencian en las visitas de la Contraloría Corporativa a dichas entidades, en cumplimiento del plan anual presentado a la Presidencia del Grupo. Durante el primer semestre de 2013, la Vicepresidencia de Riesgo de Grupo Aval apoyó a las entidades en las cuales tiene inversión directa en el análisis de riesgo de crédito y en la estructuración de operaciones de crédito con los clientes institucionales más significativos comunes entre estas. Por su parte, la Contraloría Corporativa realizó visitas a algunas compañías del conglomerado, con el fin de realizar seguimiento a la implementación de los planes de acción de mejora. Además, impartió directrices a las entidades del Grupo, en temas relacionados con control, seguridad de la información y auditoría y realizó pruebas de efectividad operativa de los controles SOX.

Durante el primer semestre del 2013, la Vicepresidencia de Servicios Compartidos continuó soportando procesos operativos y tecnológicos de las entidades del Grupo Aval y la *Holding* . Entre los proyectos que lidera esta Vicepresidencia se encuentra la estrategia de unificación de la infraestructura tecnológica de las entidades del Grupo, que se espera redunde en mejores prácticas de negocio, permitirá fortalecer las sinergias y continuar mostrando una alta eficiencia operacional. Al cierre de septiembre de 2013, se había implementado el *core* bancario de una de las entidades bancarias del Grupo y se encontraba en fase de estabilización. Así mismo, se habían realizado avances en cuanto a la implementación de una solución central para las subsidiarias indirectas. Por último, Grupo Aval va a iniciar un proyecto para estandarizar y unificar la solución del ERP¹⁷ de las empresas del grupo.

Según la información remitida por Grupo Aval, la *Holding* ni sus funcionarios 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 o la DIAN, ni de llamados de atención por parte del Autorregulador del Mercado de Valores.

¹⁷ *Enterprise Resource Planning* , por sus siglas en inglés.

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.

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 y AFP Horizonte Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S.A. 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*.

A septiembre de 2013 la participación directa de Grupo Aval en las filiales se compone de la siguiente manera:

Tabla 1: Entidades controladas por Grupo Aval

Entidad	Calificación Deuda de Largo Plazo*	Participación en Entidades Controladas
Banco de Bogotá S. A.	AAA	66,55%
Banco de Occidente S. A.	AAA	72,14%
Banco Comercial AV Villas S. A.	AAA	79,85%
Banco Popular S. A.	AAA	93,73%
AFP Porvenir S. A.	AAA CWD	20,00%
AFP Horizonte S.A.	n.a.	7,14%
Grupo Aval Limited	n.a.	100,00%
Grupo Aval International Limited	n.a.	100,00%

Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

*Calificaciones asignadas por BRC Investor Services. Se precisa que en el caso de la AFP Porvenir la calificación vigente es de Riesgo de Contraparte.

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 siguiente¹⁸:

Tabla 2: Composición Accionaria a septiembre de 2013

Accionista	Participación
Adminegocios & Cia. SCA	27,69%
Actiunidos 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%
Rendifin S.A. En Liquidación	2,76%
Otros	19,81%
TOTAL	100%

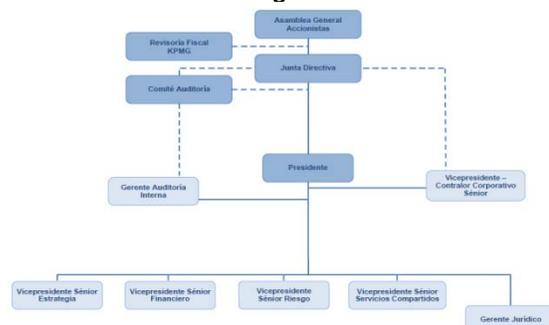
Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

¹⁸ 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.

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.

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 5: Estructura Organizacional



Fuente: Grupo Aval Acciones y Valores S. A.

Durante el primer semestre de 2013, la Contraloría Corporativa efectuó las visitas de auditoría, en cumplimiento del plan anual presentado a la Presidencia del Grupo. De manera adicional, la Contraloría revisó la implementación de los planes de acción de mejora de algunas entidades e impartió directrices a las entidades del Grupo, en temas relacionados con control, seguridad de la información y auditoría.

Durante el primer semestre de 2013, la Vicepresidencia de Servicios Compartidos soportó diferentes procesos operativos y tecnológicos de las entidades del Grupo Aval y de la *Holding*. Como aspectos a destacar se llevó a cabo la implementación del *core bancario* en Banco de Occidente y continúa con el proyecto de una nueva solución central en Fiduciaria Bogotá, Fiduciaria de Occidente y Fiduciaria Popular.

Por su parte, la Vicepresidencia de Riesgo apoyó a las subsidiarias directas de Grupo Aval en el análisis de riesgo de crédito y en la estructuración de operaciones de crédito con los clientes institucionales más significativos comunes entre estas, usando herramientas desarrolladas en Grupo Aval, para asegurar que dichas operaciones cuenten con los estándares de crédito del Grupo. Así mismo esta Vicepresidencia evaluó las herramientas que gestionan el Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO) y para la Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación al Terrorismo (SARLAFT).

Por otra parte, la Gerencia de Auditoría Interna realizó auditorías sobre el control interno de la *Holding* durante el primer semestre del 2013 y en cumplimiento del plan de auditoría aprobado por el Comité de Auditoría del Grupo Aval. De acuerdo con los hallazgos, esta Gerencia emitió informes sobre los resultados de estas auditorías y

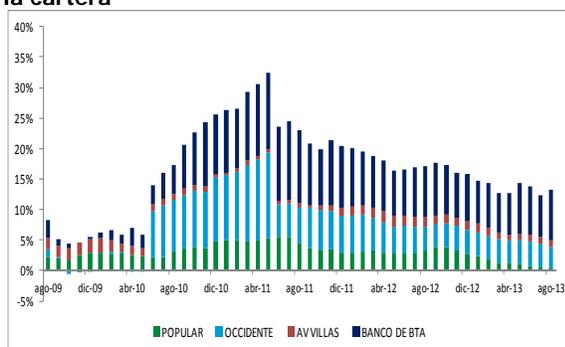
estableció planes de acción por parte de los responsables y el seguimiento a los mismos.

3. DESEMPEÑO FINANCIERO

3.1. Subsidiarias directas de Grupo Aval

Al cierre de agosto de 2013, la cartera de las entidades bancarias subsidiarias de Grupo Aval tuvo un crecimiento de 13,1%, que estuvo explicado, principalmente, por el dinamismo de las colocaciones de Banco de Bogotá (ver Gráfico 6). 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 15,9%.

Gráfico 6: Contribución al crecimiento agregado de la cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV. *Cifras en millones.

Las conservadoras políticas de otorgamiento, seguimiento y cobranza de los bancos subordinados de Grupo Aval se reflejaron 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 2,5%, inferior en 47,30 puntos básicos con respecto al indicador registrado por el sector al cierre de agosto de 2013.

Tabla 3: Evolución del indicador de calidad de cartera por vencimientos

CALIDAD DE LA CARTERA	Dic09	Dic10	Dic11	Dic12	Ago12	Ago13
Banco de Bogotá	2,92	2,25	1,63	2,07	2,01	2,34
Banco de Occidente	3,94	2,79	2,49	2,48	2,88	2,68
Banco Popular	3,20	2,41	2,07	2,11	2,41	2,36
Banco AV Villas	4,13	3,41	2,81	3,07	3,03	3,03
Grupo Aval	3,33	2,52	2,04	2,27	2,40	2,49
Sector	3,91	2,78	2,47	2,79	2,87	2,96

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

Los depósitos consolidados de las entidades bancarias en las que Grupo Aval tiene inversión directa ascendieron a \$69,69 billones, con un incremento anual de 15,5%, el

cual resultó menor al aumento de 20,9% registrado por el sector bancario. Las cuentas de ahorro se mantuvieron como la principal fuente de fondeo de las subordinadas de Aval, con una participación de 42,9% en el pasivo.

Tabla 4: Evolución de los depósitos y exigibilidades*

	Ago12	Part (%)	Ago13	Part (%)
Cta. Corriente	12.530.796	20,77%	13.961.501	20,03%
Cta. Ahorro	28.807.409	47,75%	35.855.735	51,45%
CDT	18.388.291	30,48%	19.258.133	27,64%
CDAT	74.354	0,12%	48.568	0,07%
Otros	529.984	0,88%	563.504	0,81%
Depósitos y Exigib.	60.330.834	100%	69.687.442	100,00%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S. A. *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 agosto de 2013, la utilidad neta de la AFP Porvenir sumó \$118.260 millones, con un decrecimiento de 12,7% que resultó mejor al descenso de 21,2% registrado por el sector y que estuvo asociado, principalmente, con la coyuntura de desvalorización de la renta fija que afectó los portafolios de inversión de las entidades. Históricamente, Porvenir ha mostrado una alta eficiencia operacional¹⁹, 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 el que tienen otras AFP del mercado.

Tabla 5. Evolución de los indicadores financieros de la AFP Porvenir vs. sector AFP

INDICADORES	PORVENIR		SECTOR AFP	
	Ago-12	Ago-13	Ago-12	Ago-13
Solvencia (Activo Total/ Pasivo Total)	5,39	2,85	5,62	3,98
Nivel de Endeudamiento (Pasivo Total/Activo Total)	18,56	35,09	17,80	25,14
Activos Fijos / Activos Totales	5,12	3,67	3,63	3,00
Quebranto Patrimonial (Pat. Neto/ cap. soc)	9,56	10,83	9,13	12,03
INDICADORES DE GESTION				
Gastos Totales/ AUM	0,69	0,79	0,77	0,74
Gastos Operacionales/AUM	0,54	0,68	0,70	0,66
Gastos de Personal /AUM	0,25	0,21	0,27	0,23
Ingresos totales/AUM	1,01	1,02	1,05	0,91
Ingresos Operacionales/AUM	1,00	0,76	1,02	0,64
Gastos Totales /Ingresos Totales	68,46	77,79	73,48	81,48

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.
 Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

3.2. Grupo Aval (individual)

Al 30 de septiembre de 2013, los activos totales de Grupo Aval sumaron \$24,03 billones, con un aumento anual de

¹⁹ 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.

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

24%. Este comportamiento se asoció, principalmente, con el aumento del rubro de inversiones permanentes, que representa un 47,29% del activo y corresponde a sus inversiones en Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco Comercial AV Villas y la Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir, AFP Horizonte Pensiones y Cesantías S.A., Grupo Aval Limited y Grupo Aval International Limited.

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. El aumento de 57% en el rubro valorizaciones esta explicado, principalmente, por el aumento en la participación de Grupo Aval en Banco de Bogotá y Banco de Occidente, como la valorización derivada de la adquisición de la AFP Horizonte Pensiones y Cesantías. En cuanto al rubro de inversiones negociables del activo, corresponde a derechos fiduciarios en subsidiarias indirectas de Grupo Aval.

Por otra parte, \$1,47 billones de los pasivos de Grupo Aval constituyen obligaciones financieras con partes relacionadas, las cuales presentaron un incremento de 27,5%, y \$724.249 millones corresponden a las emisiones de títulos de deuda locales vigentes.

Para el periodo de julio a septiembre de 2013 la utilidad neta de Grupo Aval alcanzó \$399.338 millones, con un crecimiento de 25,1% respecto al mismo periodo del 2012, explicado por la buena dinámica de los ingresos por método de participación patrimonial, cuya participación en el rubro operacional ascendió a 97,8%.

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 del 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.

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

5. ESTADOS FINANCIEROS*

BRC Investor Services S. A. SCV		BRC Investor Services S.A. s.c.v					
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.		Sociedad Calificadora de Valores					
Cifras en millones de pesos							
Semestres terminados en diciembre de 2010, diciembre de 2011 y diciembre de 2012. Trimestres julio a septiembre de 2012 y de julio a septiembre de 2013							
BALANCE GENERAL	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	sep-13	Var % Dic11- Dic12	Var % Sep12- Sep13
Disponible	11,330	1,589,890	816,328	1,004,110	197,221	-49%	-80%
Inversiones Negociables	1,400,359	104	8,298	1,972	20,027	7879%	916%
Deudores	110,815	171,861	177,266	373,555	416,560	3%	12%
DIFERIDOS	465	23,182	11,044	16,721	391	-52%	-98%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1,522,969	1,785,037	1,012,936	1,396,358	634,200	-43%	-55%
Inversiones Permanentes	6,607,663	9,694,709	10,598,119	10,346,733	11,366,957	9%	10%
Propiedades, planta y equipo	345	444	535	476	644	20%	35%
Intangibles, neto	431,033	423,506	411,992	414,977	741,570	-3%	79%
Cargos Diferidos	-	11,294	306	427	94	-97%	-78%
Valorizaciones	(0)	6,982,266	7,738,866	7,190,632	11,290,791	11%	57%
TOTAL ACTIVO LARGO PLAZO	7,039,041	17,112,219	18,749,818	17,953,244	23,400,055	10%	30%
TOTAL ACTIVO	8,562,010	18,897,256	19,762,754	19,349,602	24,034,255	5%	24%
Obligaciones financieras	6,667	32,737	355,356	97,212	264,986	985%	173%
Proveedores	715	501	289	1,193	161	-42%	-86%
Cuentas por pagar	214,871	289,532	315,621	536,160	576,388	9%	8%
Impuestos, gravámenes y tasas	1,384	13,533	25,698	12,434	13,268	90%	7%
Obligaciones laborales	631	916	1,086	714	837	19%	17%
Pasivos estimados y provisiones	-	-	1,171	9,870	8,123	-	-18%
Otros pasivos	-	2,655	1,952	1,978	1,762	-26%	-11%
Bonos en circulación	100,000	220,450	-	125,751	-	-100%	-100%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	324,268	560,324	701,173	788,145	859,700	25%	9%
Impuesto al patrimonio	-	22,928	11,464	11,464	-	-50%	-100%
Obligaciones financieras	1,444,509	1,411,384	795,561	1,053,705	1,201,852	-44%	14%
Bonos en circulación	944,700	724,250	724,249	724,249	724,249	0%	0%
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	2,389,209	2,158,562	1,531,274	1,789,418	1,926,101	-29%	8%
TOTAL PASIVO	2,713,477	2,718,886	2,232,447	2,574,730	2,791,627	-18%	8%
Capital social	13,944	18,552	18,552	18,552	18,552	0%	0%
Superávit de capital	2,592,473	5,433,581	5,349,906	5,625,913	5,252,304	-2%	-7%
Reservas	1,856,754	2,201,184	2,745,360	2,745,358	3,407,174	25%	24%
Revalorización del patrimonio	921,082	875,225	875,225	875,225	874,470	0%	0%
Utilidad de Ejercicios Anteriores	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad del Ejercicio	464,280	667,562	802,398	319,192	399,338	20%	25%
Valorizaciones	(0.10)	6,982,266	7,738,866	7,190,632	11,290,791	11%	57%
TOTAL PATRIMONIO	5,848,533	16,178,370	17,530,307	16,774,872	21,242,629	8%	27%

BRC Investor Services S. A. SCV		BRC Investor Services S.A. s.c.v					
GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES S. A.		Sociedad Calificadora de Valores					
Cifras en millones de pesos							
Semestres terminados en diciembre de 2010, diciembre de 2011 y diciembre de 2012. Trimestres julio a septiembre de 2012 y de julio a septiembre de 2013							
ESTADO DE RESULTADOS	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	sep-13	Var % Dic11- Dic12	Var % Sep12- Sep13
Ingresos Operacionales	1,340,603	821,392	913,361	373,638	438,628	11.2%	17.4%
Pérdida método de participación por cambios	(24,842)	(21,331)	(205)	(205)	-	-99.0%	-100%
Costo de ventas de inversiones	(769,176)	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	546,585	800,061	913,156	373,433	438,628	14.1%	17.5%
Gastos Operacionales	(37,811)	(48,261)	(45,347)	(20,792)	(15,301)	-6.0%	-26.4%
UTILIDAD OPERACIONAL	508,774	751,800	867,809	352,641	423,327	15.4%	20.0%
Ingresos no operacionales	7,222	10,667	19,912	9,687	11,803	86.7%	21.8%
Gastos no operacionales	(50,441)	(91,059)	(79,287)	(40,118)	(33,910)	-12.9%	-15.5%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	465,555	671,408	808,434	322,210	401,220	20.4%	24.5%
Impuestos de Renta y Complementarios	(1,275)	(3,846)	(6,036)	(3,018)	(1,882)	56.9%	-37.6%
GANANCIAS Y PERDIDAS	464,280	667,562	802,398	319,192	399,338	20.2%	25.1%
INDICADORES							
	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	sep-13		
Rentabilidad del Activo	5.4%	3.5%	4.1%	1.6%	1.7%		
Rentabilidad del patrimonio	7.9%	4.1%	4.6%	1.9%	1.9%		
Margen operacional	38.0%	91.5%	95.0%	94.4%	96.5%		
Margen Neto	34.6%	81.3%	87.9%	85.4%	91.0%		
Concentración endeudamiento a corto plazo	12.0%	20.6%	31.4%	30.6%	30.8%		
Endeudamiento total	31.7%	14.4%	11.3%	13.3%	11.6%		
Leverage total	46.4%	16.8%	12.7%	15.3%	13.1%		

*Existen diferencias en algunos rubros del activo, del pasivo y del estado de resultados del presente informe de BRC Investor Services frente a los reportados en las revisiones periódicas de 2011 y de 2012, por reclasificaciones realizadas por Grupo Aval, en fechas posteriores a dichas revisiones y que el Calificado considera no materiales.

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:

AAA	Indica que la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses es sumamente alta. Es la más alta categoría en grados de inversión.
AA	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.
A	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.
BBB	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

BB	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	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.
CCC	Las emisiones calificadas de CCC tienen una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambio adicional alguno en la situación financiera.
CC	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.
D	Incumplimiento.
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 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

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.

Andrés Carvajal (suplente), Economista con maestría en finanzas del Centro Internacional de Formación Financiera (CIFF) adscrito a la Universidad de Alcalá de Henares, y Maestría en Análisis de Problemas Políticos, Económicos e Internacionales Contemporáneos de la Universidad Externado de Colombia. Durante los últimos 13 años ha realizado labores de análisis financiero, económico y de riesgo en la Asociación Nacional de Instituciones Financieras (ANIF), BRC Investor Services, la Asociación de Comisionistas de Bolsa de Colombia y la Asociación Bancaria. Actualmente se desempeña como consultor financiero y económico asesorando a gremios del sector privado y compañías del sector real, al mismo tiempo que es catedrático del área de economía y finanzas en importantes universidades de Colombia.

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.
