
FIDUCIARIA COLMENA S.A.

Acta Comité Técnico No. 103

Fecha: Septiembre 15 de 2011

REVISIÓN ANUAL DE CALIFICACIÓN

EFICIENCIA EN LA ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS DOBLE A MÁS (AA+)

Fuentes:

- ④ Fiduciaria Colmena S.A.
- ④ Información suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

El comité técnico de calificación de Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en sesión del 15 de septiembre de 2011, según consta en el Acta No.103 de la misma fecha, decidió asignar la calificación **Doble A más (AA+)** a la Eficiencia en la Administración de Portafolios de Fiduciaria Colmena S.A.

La calificación **Doble A más (AA+)** indica que la administración y control de los riesgos, la capacidad operativa así como la calidad gerencial y el soporte tecnológico de la firma para la administración de portafolios es muy buena.

Para las categorías de riesgo entre AA y B, Value and Risk utiliza los signos (+) o (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo.

Nota: Para Value and Risk Rating S.A., la Eficiencia en la administración de portafolios, es decir, la habilidad de la Entidad para administrar tanto inversiones propias como de terceros, no es comparable con la calificación de riesgo de contraparte. Lo anterior teniendo en cuenta que para el análisis del riesgo de contraparte, además de evaluar la fortaleza de los procedimientos y metodologías para la gestión y control de riesgos, la estructura organizacional, la capacidad operativa y soporte tecnológico (Eficiencia en la administración de portafolios), se tienen en cuenta aspectos como el respaldo patrimonial, la estructura financiera, el posicionamiento en el mercado, entre otros aspectos.

Miembros Comité Técnico:

Javier Bernardo Cadena Lozano
Javier Alfredo Pinto Tabini
Fernando Arango Barrientos

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE LA CALIFICACIÓN

Contactos:

Diana Maria Serna Giraldo
diana.serna@vriskr.com

Andrés Felipe Buelvas Porto
andresbuelvas@vriskr.com

Luis Fernando Guevara Otálora
luisfguevara@vriskr.com

PBX: 5-4000-68
Bogotá (Colombia)

④ La calificación asignada a Fiduciaria Colmena, se sustenta en la trayectoria de 30 años en el sector fiduciario, así como en la evolución favorable en el nivel de activos administrados. De otra parte, se destaca la profundización que pueda lograr gracias a las sinergias con el Banco Caja Social a nivel comercial, así como la adecuada gestión de riesgos y sistema de control interno, lo cual les permite alcanzar una adecuada eficiencia en la administración de recursos de terceros.

④ Al igual que en la calificación inicial, Value and Risk destaca la clara separación entre *Front*, *Middle (Financiero y de Control)* y *Back Office*, lo que minimiza la presencia de conflictos de interés y genera transparencia a lo largo del proceso de inversiones. Es de aclarar que el *Middle Office de Control* así como el *Back Office*, hacen parte de las unidades de actividades compartidas (UAC) del Grupo Empresarial liderado por la Fundación Social, generando especialización de las actividades y profundización de las sinergias a nivel estratégico, tecnológico y de recurso humano.

El proceso de inversiones de Fiduciaria Colmena, se caracteriza por disponer de una estructura tecnológica, operativa y humana robusta, adecuada con el volumen de operaciones que realiza. Se destaca que el proceso se encuentra documentado en los diferentes manuales de riesgo, y se rige por los principios y lineamientos de lo dispuesto en el Código de Buen Gobierno Corporativo y Código de Ética y Principios. Es de resaltar, que en el último año la Fiduciaria creó el Comité Disciplinario, que cuenta con su respectivo manual de medidas disciplinarias, a través del cual se busca fomentar el principio de autorregulación entre los colaboradores, generando valor agregado en el desarrollo del objeto social de la entidad.

La Fiduciaria cuenta con una adecuada estructura de Gobierno Corporativo debidamente documentada y en la cual se contemplan los lineamientos establecidos por la Fundación Social. Dentro del mismo se incorporan las generalidades de la aplicación del Sistema de Control Interno, el cual se implementó satisfactoriamente.

Como se evidenció en la calificación inicial, el *Middle Office Financiero* aplica la metodología CAMEL con una periodicidad semestral para la asignación de cupos de crédito y contraparte tanto para las operaciones del portafolio propio como para las carteras colectivas. Es de resaltar, que en el último año la entidad implementó un modelo para la asignación de cupos al sector real. En opinión de Value and Risk, Fiduciaria Colmena cuenta con metodologías adecuadas y robustas para mitigar la materialización de eventos por riesgo crediticio. Sin embargo, la calificadora identifica como oportunidad para la fiduciaria lograr la sistematización del modelo de crédito.

En cuanto a la gestión del SARM, diariamente el *Middle Office Financiero*¹ calcula el *VaR Interno*, con base en la metodología *Risk Metrics* y quincenalmente genera las respectivas pruebas de *Back* y *Stress Testing*. Se resalta, que en el último año el *Middle Office de Control*² implementó un monitoreo de tasas con el fin de verificar que cumplan con las condiciones de mercado, así como la grabación de correos electrónicos y el seguimiento permanente a operaciones del mercado mostrador. En opinión de la calificadora, Fiducolmena cuenta con metodologías, controles adecuados y robustos para una eficiente gestión del riesgo de mercado. No obstante, estará atenta a la implementación y evolución de los avances respecto a los controles en línea que establezca la entidad hacia el futuro.

Para la gestión del Riesgo de Liquidez, el Máximo Retiro Probable tanto para las Carteras Colectivas como para la Sociedad Fiduciaria, se calcula a través de un modelo de volatilidad EWMA. Adicionalmente, la entidad hace frente a los MRP que se presentan en las Carteras Colectivas y la Sociedad Fiduciaria, a través del uso de recursos disponibles en las cuentas destinadas a cada unidad, antes que disponer de los Activos Líquidos de Mercado que conforman los portafolios. De igual forma, se

¹ Responsable de la medición y análisis de los riesgos, la revisión y evaluación periódica de las metodologías para la valoración de riesgos en la entidad.

² Responsable de la verificación del cumplimiento de las políticas, límites y prácticas relacionadas con las operaciones de tesorería. Hace parte de las unidades de actividades compartidas (UAC) de las entidades que conforman el grupo empresarial.

resalta la documentación de un plan de contingencia, para hacer frente a un evento de liquidez el cual consiste en realizar operaciones REPO Pasivas hasta por el 30% de los activos, y la existencia de un comité que hace seguimiento a la liquidez de la entidad. Por lo anteriormente expuesto, Value and Risk considera que la entidad cuenta con metodologías, y elementos consistentes, que permiten prevenir y mitigar adecuadamente el SARL.

Ⓜ La gestión del Sistema de Administración de Riesgo Operativo, está en cabeza del *Middle Office*, el cual monitorea el perfil de riesgo individual y consolidado, así como el riesgo inherente y residual y lo informa a la alta gerencia. Se resalta que en el último año en conjunto con las entidades financieras que forman el grupo empresarial, se han realizado varias pruebas de funcionalidad, relacionadas con la retoma de operaciones de los procesos críticos identificados, pruebas en el centro alterno, restauración de Back-ups, contingencia con proveedores y una prueba de evacuación de personal, las cuales tuvieron resultados satisfactorios. Así mismo, es importante mencionar que las oportunidades de mejora identificadas cuentan con su respectivo plan de acción.

Ⓜ Para la gestión del LA/FT, la Fiduciaria utiliza mecanismos de conocimiento de sus clientes a través de los formularios de vinculación, los cuales consolidan los datos generales y su información financiera. Mensualmente, el Oficial de Cumplimiento revisa las operaciones inusuales detectadas para establecer las de categoría sospechosa y proceder a reportarlas a la UIAF. En concepto de Value and Risk, la entidad cuenta con una metodología adecuada para el SARLAFT, sin embargo, debe continuar fortaleciendo aquellos mecanismos que mitiguen la materialización del LA/FT, teniendo en cuenta la importante participación que espera tener en el nicho inmobiliario.

Ⓜ Fiduciaria Colmena cuenta con una adecuada estructura tecnológica que permite soportar eficientemente su operación y gestionar los diferentes riesgos a los que se expone. De esta manera, cuenta con *PORFIN*, como sistema de registro, compensación, liquidación y valorador, así como los sistemas tradicionales de negociación como *MEC*; *FINAC-VaR* para la generación del modelo de *VaR Interno* así como las pruebas de *Back y Stress Testing*; *REUTERS*, para el control en línea del límite de *Stop Loss*; *BLOOMBERG* para el seguimiento diario de mercados; *DETECTART* el cual permite el monitoreo de operaciones inusuales, a través de señales alertas; *SIFI* para la administración de las Carteras Colectivas y las operaciones relacionadas con el Negocio Fiduciario; *SOSNET* y *SADENET* para la administración de quejas reclamos y digitalización de la información.

Ⓜ En los últimos 3 años, Fiduciaria Colmena no ha sido sancionada por la Superfinanciera de Colombia, y de acuerdo con la información suministrada por la entidad, en los últimos 6 meses no ha recibido requerimientos relacionados con fallas en la administración de recursos de terceros. De otra parte, el apoyo brindado por pertenecer al Grupo Empresarial Fundación Social, permite respaldar los procesos relacionados con la estructuración de nuevos negocios fiduciarios, el fortalecimiento de la gestión de riesgos y control interno orientados a mejorar su posición como administrador de recursos de terceros.

SOCIEDAD ADMINISTRADORA

Fiduciaria Colmena fue fundada el 9 de abril de 1981, como una entidad especializada en la prestación de servicios fiduciarios, la cual tiene por objeto la celebración de contratos de fiducia y encargos fiduciarios, así como con los demás actos y contratos que les sean permitidos realizar a las Sociedades Fiduciarias por normas de carácter general y especial. La compañía hace parte del grupo empresarial liderado por la Fundación Social, entidad civil, sin ánimo de lucro y de utilidad común fundada hace 100 años.

Accionistas Fiduciaria Colmena S.A.	%
* Fundación Social	46.29%
* Fundación Colmena	44.47%
* Fundación Projuventud Trabajadora	0.24%
* Compañía Inversora Colmena S.A.	0.0001%
* Colmena Riesgos Profesionales S.A.	9.00%
TOTAL	100%

Fuente: Fiduciaria Colmena S.A.

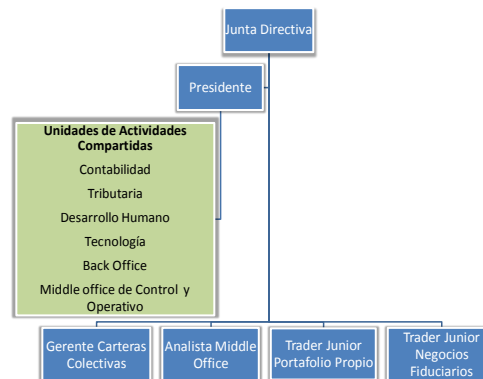
Fiducolmena se beneficia de importantes sinergias con otras entidades pertenecientes a la Fundación Social. Actualmente, cuenta con un contrato a término indefinido de uso de red con el Banco Caja Social (antes BCSC), por medio del cual pone a disposición de los clientes la red de 264 oficinas a nivel nacional. También cuenta con el esquema de Piso Financiero para llevar a cabo las operaciones de tesorería, donde la fiduciaria actúa junto con otras entidades que pertenecen al grupo empresarial, preservando la autonomía de cada una de ellas.

Para el mes de junio de 2011, Fiducolmena tenía un patrimonio básico de \$10.322 millones, activos por \$11.159 millones, pasivos por \$ 837 millones, ingresos operacionales por \$3.024 millones y utilidad neta de \$647 millones. De 27 fiduciarias activas, ocupa el lugar 21 por valor de activos fideicomitados, y el lugar 23 por origen de comisiones, dentro de las que se destacan las recibidas por la administración de las carteras colectivas Rentafácil y Universitas.

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

Para cumplir con el desarrollo de su objeto social la estructura organizacional se encuentra en cabeza de la Junta Directiva, de la cual depende la presidencia de la Fiduciaria. Es de resaltar que tanto los miembros de Junta Directiva como sobre quienes recae el direccionamiento estratégico y la gestión de riesgos, cuentan con suficiente experiencia e idoneidad para liderar el proceso de administración de recursos de terceros.

La estructura organizacional para la gestión de riesgos, está dividida entre el *Middle Office Financiero*, el cual se encarga de proponer y actualizar las metodologías de medición de riesgos y el *Middle Office de Control*, unidad presente en el piso financiero a través de las llamadas Unidades de Actividades Compartidas - UAC, puesto que desarrollan actividades relacionadas con el control y monitoreo de riesgos, para las entidades que forman el Grupo Empresarial, como parte de las sinergias existentes.



Fuente: Fiduciaria Colmena S.A.

Cumplimiento de la Regulación

Fiduciaria Colmena, como entidad sometida a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia y vinculada voluntariamente al Autoregulador del Mercado – AMV, da cumplimiento a los sistemas de gestión de riesgos y promueve el proceso de certificación entre sus operadores.

Es de resaltar, que en el último año la entidad fue sujeto de visita por parte del AMV, quien en su

calidad de ente supervisor, realizó un monitoreo a fondo de las operaciones realizadas por las entidades que conforman el grupo empresarial de la Fundación Social, encontrando fortalezas en los controles asociados a la intermediación de valores y oportunidades de mejora para la Fiduciaria en lo que tiene que ver con la grabación de correos electrónicos y control de las operaciones del Mercado Mostrador, aspectos ya implementados por parte de la fiduciaria.

De otra parte, en las revisiones periódicas que realizan los órganos de control como la Revisoría Fiscal y el Contralor Normativo, los resultados expresan que la entidad ha venido cumpliendo con los límites y políticas fijados, así como con los elementos de los sistemas de gestión de riesgos, exponiendo a la entidad un nivel de riesgo bajo. Por su parte, el sistema de control Interno se encuentra documentado y soportado en la estructura de Gobierno Corporativo, resaltándose que frecuentemente la Fiduciaria promueve el cumplimiento de los principios de Autocontrol, Autogestión y Autorregulación entre sus funcionarios.

Es de resaltar, que la Fiduciaria no ha sido sancionada en los últimos 3 años, por la Superfinanciera por deficiencias relacionadas con la administración de recursos de terceros.

CARACTERÍSTICAS Y PERFIL DEL PORTAFOLIO DE INVERSIONES

Fiduciaria Colmena, administra el portafolio propio, la Cartera Colectiva Renta Fácil y la Cartera Colectiva con Pacto de Permanencia y por Compartimentos Universitas.

Los anteriores portafolios, están constituidos bajo los principios de diversificación, liquidez, estabilidad y rentabilidad y deben responder al objetivo de la política de inversión, que consiste en maximizar la rentabilidad, bajo condiciones de volatilidad estables.

Por su parte el objeto de la Cartera Colectiva Renta Fácil, es la administración de los recursos provenientes de los negocios de Fiducia en virtud del desarrollo del objeto social de la Fiduciaria. A su vez el objeto de Universitas es la

administración de recursos a largo plazo para satisfacer las necesidades de educación de los adherentes o sus allegados.

A julio de 2011, el valor del compartimento de Universitas ascendía a \$53.198 millones con un decrecimiento de -4% en igual periodo de 2011. A su vez Renta Fácil, registro un valor de \$204.051 millones con un incremento de 39% con respecto a 2010.

FORTALEZAS Y RETOS

Fortalezas

- Pertener a un grupo empresarial con presencia en el sector financiero, brindándole solidez y respaldo a la fiduciaria.
- Sinergias a nivel del grupo empresarial en procesos tecnológicos, operativos y comerciales.
- Contar con una plataforma tecnológica de punta que permite el manejo conjunto de los diferentes negocios fiduciarios y de las carteras colectivas.
- Separación funcional y física del *back, middle* y *front office*, lo que evita la presencia de conflictos de interés de las áreas en el proceso de toma de decisiones.
- El proceso de inversión refleja una apropiada estructura organizacional y procedimientos adecuados para negociación, control y cumplimiento.
- La entidad cuenta con ejecutivos de alto perfil, con amplia experiencia en el sector financiero en general.
- Tener una adecuada diversificación de clientes en los productos ofrecidos a través del contrato de fiducia y carteras colectivas.
- Disponer de procedimientos, herramientas, metodologías y límites definidos para la gestión de riesgos.

Retos

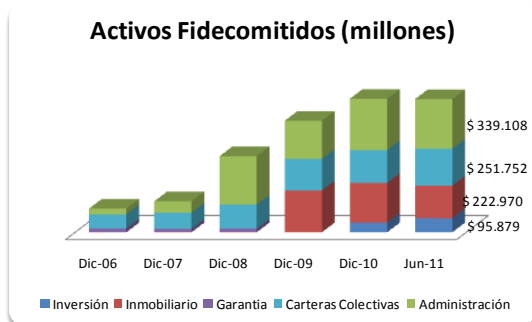
- Lograr la sistematización de controles que permitan un monitoreo en línea.
- Beneficiarse de la base clientes y negocios que le proporciona el Banco Caja Social, para el aumento de los activos fideicomitidos y la ampliación de su participación en el

nicho de Fiducia Inmobiliaria y de Fuente de Pagos.

- 🕒 Implementar herramientas más robustas para la gestión de riesgos, en la medida en que crezcan los negocios de la fiduciaria,
- 🕒 Prepararse para los cambios en la normatividad en relación con el negocio fiduciario, la contabilización y valoración de inversiones, entre otros, que puedan generar sobrecostos operativos.
- 🕒 Fortalecer la competencia en la promoción de productos y servicios nuevos, aprovechando la red de oficinas del Banco Caja Social.
- 🕒 Crear estrategias que le permitan incursionar eficientemente en el negocio de Fiducia Estructurada.

EVOLUCIÓN DE ACTIVOS FIDEICOMITIDOS

A junio de 2011, los activos fideicomitidos de Fiduciaria Colmena, ascendieron a \$909.710 millones, incrementándose 8% con respecto a igual de periodo de 2009. El 37.28% corresponde a recursos de Administración, el 27.67% a Carteras Colectivas, el 24.51% a Inmobiliario y el 10.54% a Inversión³.



Fuente: Superfinanciera de Colombia S.A.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A

Dentro de las perspectivas futuras de Fiduciaria Colmena para la administración de nuevos recursos, se encuentra aumentar la comercialización de vehículos fiduciarios tradicionales a través de la profundización de sinergias que posee con el Banco Caja Social a nivel comercial, dado el número elevado de

clientes constructores⁴ y activos que posee, así como la amplia red de oficinas (264) de las que dispone para la promoción de las Carteras Colectivas administradas por la Fiduciaria.

De otra parte, se espera tomar activa participación en el negocio inmobiliario mediante la estructuración de fondos de capital privado, la consecución de inmuebles para la habilitación de suelos, y la participación en planes parciales de renovación urbana, así como fortalecer las iniciativas de fiducia estructurada. Adicionalmente, la entidad espera administrar recursos para la Construcción de Viviendas de Interés Social, de acuerdo con los lineamientos de la Fundación Social.

Es importante mencionar, que en el último año la Fiduciaria implementó el Fondo de Capital Privado Avanti, el cual está constituido por dos compartimentos, uno de los cuales está basado en el subyacente de activos fijos inmobiliarios. Por su parte el segundo compartimento, tendrá como objetivo la estructuración de proyectos de construcción y se activará posteriormente.

Dadas las actuales sinergias a las que puede acceder la Fiduciaria con el Banco, teniendo en cuenta el reciente cambio de imagen y consolidación bajo el nombre de Banco Caja Social de dos marcas posicionadas (Colmena y Banco Caja social), la Fiduciaria tendrá la oportunidad de ampliar la administración de recursos de terceros, y estructurar nuevos productos, lo que a su vez implicara la ampliación del *core business* y el fortalecimiento de procesos, aspecto al que la calificadora realizara seguimiento.

ESTRUCTURA PARA LA TOMA DE DECISIONES DE INVERSION

El proceso de inversiones de Fiduciaria Colmena, dispone de una estructura tecnológica, operativa, y humana, robusta y adecuada, lo que permite integrar eficientemente las áreas de *Front, Middle* y *Back Office*. El *Front Office*, está conformado por el Gerente de las Carteras Colectivas, el

⁴ Estos clientes han sido identificados en los segmentos AAA y se encuentran distribuidos en Bogotá, Medellín, Cali, Bucaramanga, la Costa y el Eje Cafetero.

³ Corresponde a recursos de la Fundación Social.

Trader Junior de Portafolio Propio y el Trader de Negocios Fiduciarios, quienes basan las decisiones de inversión de sus portafolios en los comités de inversiones y riesgos así como en el de investigaciones económicas. Por su parte el *Middle Office de Control*⁵, a través de diferentes controles automatizados y manuales, garantiza el adecuado cumplimiento, de políticas, cupos y atribuciones, y genera informes de los resultados obtenidos. A su vez el *Middle Office Financiero* de la Fiduciaria, se encarga de actualizar y proponer las nuevas metodologías de medición de riesgos y actualiza los límites y políticas.

De otro parte, en la parte final del proceso de inversiones se encuentra el *Back Office*, el cual tiene como función el cumplimiento y compensación de las operaciones que se realizan. En opinión de Value and Risk, el esquema para la toma de decisiones de inversión es adecuado, y esta funcional y físicamente separado, limitando los riesgos y conflictos de interés asociados a la operación.

Para la adecuada toma de decisiones de inversión, Fiducolmena cuenta con 7 comités mediante los cuales establece las políticas, procedimientos y lineamientos que sirven de base para la selección de inversiones, monitoreo, control y seguimiento.

Comités

Comité de Riesgos e Inversiones: se realiza mensualmente y está conformado por el Presidente, el administrador del portafolio propio, el Gerente de las Carteras Colectivas y el responsable del *Middle Office* (estos dos últimos tienen voz pero no voto) y dos miembros de la Junta Directiva, quienes se encargan de evaluar y aprobar la estrategia de inversión del portafolio propio y las carteras colectivas, así como velar por el cumplimiento de límites y tomar medidas frente a los informes de monitoreo presentados por el *Middle Office*.

Comité de Investigaciones Económicas: se realiza semanalmente y está conformado por los analistas de Planeación y Entorno, el Gerente de Tesorería del Banco Caja Social, los *trader* de Fiduciaria y los del Piso Financiero, quienes determinan la mejor forma de implementar la

estrategia propuesta por el comité de inversiones, de acuerdo a la coyuntura económica observada.

Comité SARLAFT: se realiza mensualmente y está conformado por el Oficial de Cumplimiento, el Director Financiero y el Coordinador de Sistemas. En éste se presentan y analizan los informes de operaciones inusuales, en efectivo y exoneradas con el fin de determinar aquellas que sean sospechosas y efectuar los reportes correspondientes.

Comité de BRDP's: se realiza cada vez que sea requerido y está conformado por el Presidente de la fiduciaria, la Secretaría General, el Director Financiero y el Contador, y en esta instancia se presentan, analizan y aprueban las propuestas sobre los posibles bienes a recibir en dación en pago.

Comité de Cartera: se realiza mensualmente y está conformado por el Presidente de la Fiduciaria, la Secretaría General, la Gerencia de Operaciones, quienes analizan el comportamiento de la cartera con corte al mes anterior con el fin proceder a su calificación y determinación de la gestión de cobro.

Comité de Riesgo de Liquidez: se realiza trimestralmente y está conformado por el Presidente de la fiduciaria, el Analista del *Middle Office* y un miembro de la Junta Directiva, quienes realizan un seguimiento al comportamiento de la liquidez tanto de la sociedad fiduciaria como de las Carteras Colectivas.

Comité Disciplinario: Se lleva a cabo cada vez que se presenten casos, y está conformado por el Presidente, la Gerencia de Gestión Humana, Coordinador de Personal, y el responsable del área en caso de ser necesario. La actuación de este comité se soporta en un documento de medidas disciplinarias para todos los colaboradores de la

GOBIERNO CORPORATIVO Y MECANISMOS DE CONTROL

Fiduciaria Colmena, cuenta con Código de Gobierno Corporativo que se encuentra acorde con los lineamientos de la Fundación Social, los cuales están basados en las problemáticas estructurales de la sociedad, en donde la actividad

⁵ Es una de las Unidades de Actividades Compartidas con el piso financiero, junto con el Back Office.

empresarial debe tener viabilidad económica, ser sostenible y generar una rentabilidad razonable.

El Código de Buen Gobierno, pretende guiar la actuación con quienes la fiduciaria interactúa en su actividad empresarial, los accionistas, administradores, colaboradores y el Estado, quienes deber cumplir con unos principios y lineamientos relacionados con la protección al consumidor, la revelación de información, la resolución de los conflictos de interés, entre otros aspectos relevantes.

De otra parte, la estructura de Gobierno Corporativo pretende recalcar la existencia de las unidades de actividades compartidas UAC, las cuales realizan funciones comunes para las entidades que conforman el grupo empresarial y son la materialización de la unidad de propósito y dirección trazada por la Fundación Social, aspectos que Value and Risk valora positivamente, porque contribuyen con políticas claras en lo que tiene que ver con la administración de recursos de terceros.

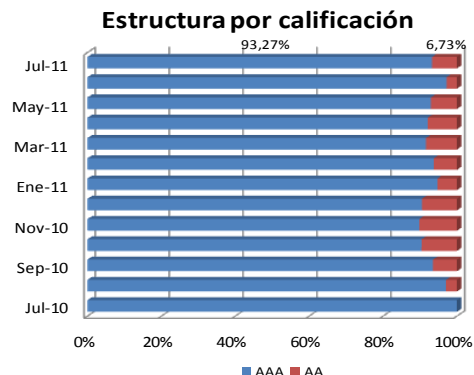
Adicionalmente y como complemento al Código de Buen Gobierno, Fiduciaria Colmena cuenta con un Código de Ética y Conducta que compila los principios y valores corporativos que rigen el comportamiento de todos los miembros de la Fiduciaria.

ADMINISTRACIÓN DE PORTAFOLIOS

La fiduciaria administra los recursos propios, mediante un portafolio de perfil moderado conservador, el cual tiene como propósito maximizar la rentabilidad del patrimonio, de acuerdo con la política de inversión definida y de condiciones de mercado aceptables. Así mismo, se encuentra estructurado bajo los principios de diversificación, liquidez, estabilidad y rendimiento.

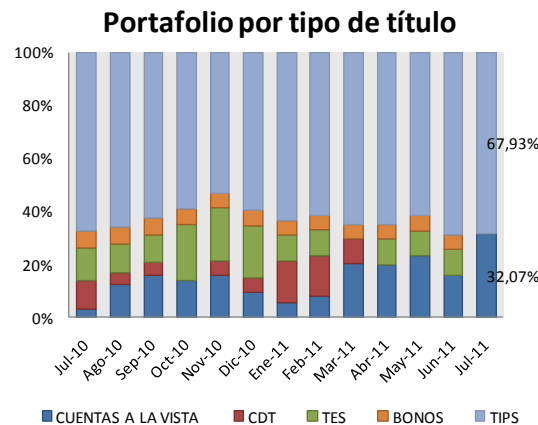
A julio de 2011, el valor del portafolio era de \$5.586 millones incrementándose 14% con respecto a igual periodo de 2010. Al analizar la estructura del portafolio por riesgo de crédito, se observa que el 93.27% cuentan con calificaciones AAA y 1+, lo que permite mitigar en gran medida

el impacto de la materialización de un riesgo de esta naturaleza.



Fuente: Fiduciaria Colmena S.A.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.
En la calificación AAA y AA se incluyen los títulos emitidos por la Dirección del Tesoro Nacional y aquellos calificados en 1+ y 1, más depósitos a la vista.

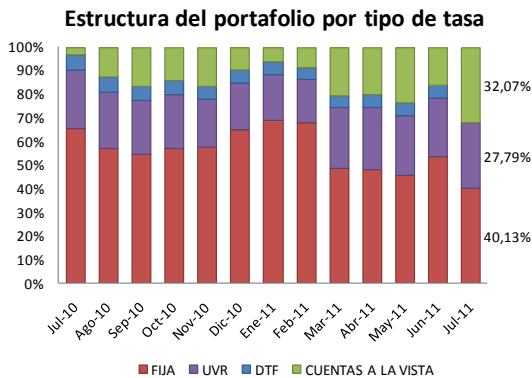
Por tipo de título, los títulos hipotecarios (TIPS) tienen una participación del 67.93% a julio de 2011, mientras que las cuentas a la vista representan el 32.07%. Esta estructura refleja, la posibilidad de acceder a tasas de interés superiores a la inflación, disminuir la sensibilidad frente a condiciones desfavorables en el mercado, y reducir la ponderación de activos de riesgo, aspectos que son valorados positivamente por Value and Risk.



Fuente: Fiduciaria Colmena S.A.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

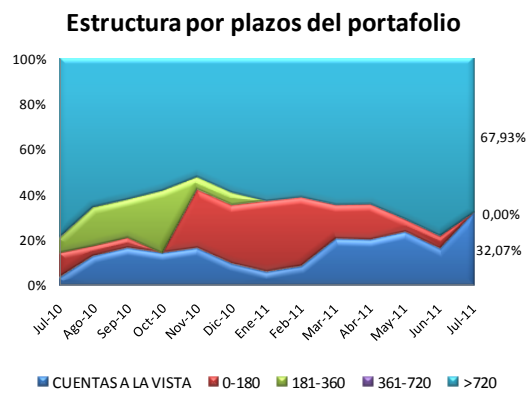
Al estar el portafolio, concentrado en su mayoría en TIPS, la tasa fija concentra una participación de 40.13%, la cual ha venido disminuyendo por el vencimiento de títulos. El componente UVR,

representa el 27.79%, mientras que los depósitos son el 32.07%.



Fuente: Fiduciaria Colmena S.A.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

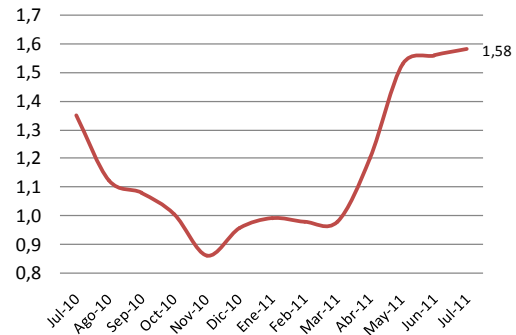
Al analizar la estructura de plazos del portafolio, se observó que la participación de los vencimientos a más de 6 años, representan el 67.93%, mientras que el porcentaje restante se encuentra en depósitos (32.07%).



Fuente: Fiduciaria Colmena S.A.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

En promedio a julio de 2011, la duración fue de 1.07 años, presentándose un pico en mayo de 2011, explicado por la compra de TES con vencimiento en 2014.

Duración del portafolio (años)



Fuente: Fiduciaria Colmena S.A.
Cálculos: Value and Risk Rating S.A.

Estructuración de Nuevos Productos y Servicios

Fiduciaria Colmena, cuenta con un comité que soporta la evaluación y análisis de nuevos contratos de fiducia, servicios y productos. Este comité está conformado por el Presidente de la Fiduciaria, la Secretaria General, la Dirección Financiera, la Gerencia de Operaciones, y el Gerente del Comercial proponente de la nueva idea de negocio. Las funciones del mismo, están relacionadas con evaluar la viabilidad de los nuevos negocios y se reúne cada vez que se requiera.

Mecanismos de Comunicación con el Cliente

Fiduciaria Colmena, cuenta con un sitio web en el que los clientes pueden acceder y conocer los diferentes servicios ofrecidos. Para las Carteras Colectivas Universitas y Rentafácil, se registra información de las fichas técnicas, prospectos, reglamentos, rentabilidades, los estados financieros, y la rendición de cuentas semestral. Para todos aquellos adherentes de la Cartera Colectiva Rentafácil y Universitas, que se hayan vinculado a través del Banco Caja Social, tienen la posibilidad de realizar consultas y transacciones por la página web del banco, aspecto que la calificadora espera se fortalezca en la página web de la Fiduciaria.

Con respecto a los canales de atención habilitados, Fiduciaria Colmena cuenta con un contrato de red de oficinas a término indefinido con el Banco Caja Social a nivel nacional a través de 264 sucursales, de atención permanente, dispuestas para la atención y servicios de clientes potenciales.

Para dar cumplimiento a la circular 015 de 2010, la entidad implementó el Sistema de Atención al Consumidor Financiero y tiene habilitada una línea de atención al cliente en Bogotá y a nivel nacional.

ADMINISTRACION DE RIESGOS

Para el desarrollo de las operaciones inherentes al negocio fiduciario, y la administración de recursos de terceros, Fiduciaria Colmena cuenta con manuales, elementos, políticas y límites que componen la gestión de la administración de riesgos, la cual es gestionada por un recurso humano interdisciplinario con experiencia y trayectoria, lo que permite un control eficiente de los riesgos.

Es de resaltar, que el desarrollo de metodologías, el monitoreo de los límites, cupos y atribuciones, se realiza a través del *Middle Office Financiero* y el *Middle Office de Control*, estructura que atiende la gestión de riesgos para el grupo empresarial, liderado por la Fundación Social, fortaleciendo el cumplimiento normativo y el monitoreo a la exposición por tipo de riesgo al que está expuesta la entidad.

De otra parte, la gestión del *Middle Office* a través de sus analistas, se soporta en herramientas tecnológicas, la mayoría de ellas en línea, permitiéndole controlar en tiempo real el cumplimiento de los límites fijados por la Junta Directiva, atender a alarmas y observar situaciones fuera de lugar.

Gestión del Riesgo de Crédito y Contraparte

Las políticas, metodologías, límites y responsables de la eficiente gestión del SARC en Fiduciaria Colmena, se encuentran consignados en el manual del Sistema de Administración de Riesgo de Mercado, en el capítulo correspondiente a riesgos de los portafolios.

Tal y como se identificó en la calificación inicial, el *Middle Office Financiero*⁶, se encarga de

⁶ Responsable de la medición y análisis de los riesgos, la revisión y evaluación periódica de las metodologías para la valoración de riesgos en la entidad.

evaluar semestralmente los cupos de crédito y contraparte, a través de la metodología CAMEL. Para el desarrollo de la metodología, se surten las etapas de; selección del emisor y contraparte, evaluación de las calificaciones de riesgo, valoración de prácticas mínimas de gobierno corporativo, y finalmente el análisis cuantitativo y cualitativo. Como control adicional, el *Middle Office* verifica que la información de las contrapartes e intermediarios se encuentre completa y actualizada para proceder a la asignación del cupo.

Una vez actualizada la metodología de cupos de crédito y contraparte, los resultados son presentados al comité de riesgos, para posterior aprobación en Junta Directiva y parametrización en las herramientas tecnológicas de control.

Es importante mencionar, que el último año la entidad implementó una metodología de asignación de cupos para el sector real, basada en un *modelo* que contempla el análisis de variables financieras y aspectos cualitativos, aspecto que genera valor agregado en la medición de riesgo crédito en los portafolios.

Por su parte, el *Middle Office Operativo y de Control*⁷ se encarga de realizar la revisión diaria de las operaciones realizadas por la tesorería, el cumplimiento de límites, cupos y políticas, para lo cual se soporta en aplicativos que controlan automáticamente y en línea las atribuciones de cada operación realizada (*PORFIN*). De igual forma el *Middle Office*, cuenta con un procedimiento, para el sobrepaso de cupos, los cuales son aprobados previo conocimiento y autorización del Presidente de la Fiduciaria y posteriormente son informados a la Junta Directiva

De otra parte, diariamente el *Middle Office* realiza un seguimiento de información relevante de los emisores y contrapartes, y mensualmente consolida un análisis cuantitativo, con objeto de hacer seguimiento a los cupos otorgados y mitigar a tiempo el riesgo de crédito.

En opinión de Value and Risk, Fiducolmena cuenta con metodologías, procedimientos, recurso

⁷ Responsable de la verificación del cumplimiento de las políticas, límites y prácticas relacionadas con las operaciones de tesorería.

humano y tecnológico, adecuados para la mitigación de eventos relacionados con el riesgo de crédito. De otra parte, la calificadora espera que la fiduciaria evalúe la posibilidad de sistematizar en algún porcentaje el modelo actual de cupos de crédito y contraparte, dadas las sinergias que posee con el Banco Caja Social a nivel tecnológico.

Gestión del Riesgo de Mercado - SARM

El Manual del Sistema de Administración de Riesgo de Mercado, consolida la información referente a políticas, pautas metodológicas, límites y responsables, en relación con la administración del SARM en la Fiduciaria. De otra parte, los límites de VaR son revisados semestralmente.

Para el modelo interno de VaR, el *Middle Office Financiero* utiliza una metodología basada en el comportamiento diario del mercado, teniendo en cuenta las volatilidades de cada uno de los instrumentos, la cual es aplicable a las inversiones negociables, reflejando su comportamiento a través de un *VaR Correlacionado*⁸ y un *VaR No Correlacionado*⁹. Los cálculos de VaR, se realizan diariamente para el portafolio de la sociedad, y las Carteras Colectivas, para lo cual el *Middle Office*, utiliza la herramienta tecnológica *Finac-VaR*, a través de la cual también se pueden generar los cálculos de *VaR Estándar*, para transmisión a la Superfinanciera. A través de la política de *Stop Loss*, el *Middle Office* puede monitorear en línea por medio de la herramienta *Reuters*, la pérdida máxima, permitiendo generar alertas que indiquen la liquidación del título que este generando mayor ponderación de riesgo.

A su vez el *Middle Office de Control*, se encarga del monitorear la exposición a riesgos de mercado y del cumplimiento de los límites de VaR establecidos por Junta Directiva. Diariamente, se generan informes que resumen la exposición global de los portafolios los cuales son enviados a la Alta Gerencia.

De igual forma, y como complemento a la metodología interna de VaR, el *Middle Office*,

⁸ Indica la relación que existe entre los títulos, y su cálculo se basa en la metodología Risk Metrics, con un modelo de volatilidad EWMA.

⁹ Se basa en la sumatoria lineal del valor en riesgo de cada título, bajo la suposición de que no existe correlación entre ellos.

realiza quincenalmente, los cálculos de *Back Testing*, con objeto de evaluar la precisión de la metodología y de *Stress Testing*, el cual se basa en el cálculo de una matriz de correlaciones que muestra el impacto por curva de valoración en relación con otras.

En el último año, el *Middle Office* implementó la grabación de correos electrónicos y el uso restringido de páginas de internet, para los funcionarios del *Front Office*, de acuerdo a las recomendaciones del Autoregulador del Mercado de Valores – AMV, medida que busca garantizar la trazabilidad de las operaciones realizadas. De otra parte, se implementó un monitoreo de diario de tasas de valoración, el cual garantiza el cierre de operaciones en condiciones de mercado.

En opinión de la calificadora, Fiducolmena cuenta con metodologías, controles adecuados y robustos para una eficiente gestión del riesgo de mercado. Adicionalmente, considera de valor agregado los reportes y revisiones adicionales que ha venido haciendo, y estará atenta a la implementación y evolución de controles en línea.

Gestión del Riesgo de Liquidez - SARL

Las políticas, elementos, plan de contingencia, metodologías de medición y responsables de la gestión de liquidez de la Fiduciaria, se encuentran consignadas en el Manual de Riesgo de Liquidez.

La gestión del riesgo de liquidez, tanto para las carteras Colectivas como para la Sociedad Fiduciaria, está a cargo del *Middle Office*. El cálculo del Máximo Retiro Probable tanto para las Carteras Colectivas y la Sociedad, se realiza en base al promedio de los resultados obtenidos con un modelo de volatilidad EWMA. De igual forma, los saldos disponibles en cuentas, han permitido cubrir los máximos retiros estimados.

Para el cálculo diario del Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) de los negocios fiduciarios, se utiliza un flujo de caja proyectado a 7 días, con base a la información de los retiros de negocios fiduciarios, y las obligaciones a nombre de la Fiduciaria, que suministran diariamente el Gerente de Operaciones y el Coordinador Administrativo, aspectos que hacen más ácidos los resultados de las necesidades reales de liquidez de la entidad. En el caso de la Carteras Colectivas Renta Fácil y Universitarias, también se proyecta un flujo de caja a

una semana, el cual contempla los retiros estimados.

Ante la materialización de eventos de crisis de liquidez, la entidad ha definido un Plan de Contingencia que consiste en la realización operaciones REPO Pasivas hasta un 30% del valor de los activos. Este Plan, así como los responsables y acciones para ejecutarlo, se encuentran documentados en el Manual de Riesgo de Liquidez. De otra parte, trimestralmente el comité de riesgo de liquidez, realiza un monitoreo y evaluación a los elementos que forman parte del riesgo de liquidez.

En opinión de Value and Risk, y a pesar de que el reporte de riesgo de liquidez a la Superfinanciera no es obligatorio para Fiduciarias, la entidad cuenta con metodologías, elementos y planes de contingencia consistentes, que permiten que la entidad pueda prevenir y mitigar adecuadamente, los efectos reputacionales y financieros, que puede ocasionar la materialización de un evento de riesgo de liquidez.

Gestión del Riesgo Operativo – SARO y Continuidad del Negocio

El Manual del Sistema de Administración de Riesgo Operativo de Fiduciaria Colmena, recopila las políticas, lineamientos, procedimientos, responsables, planes de capacitación y divulgación de la Gestión de Riesgo Operativo.

Tal y como se observó en la calificación inicial, el *Middle Office* es el área responsable de la implementación y seguimiento del SARO. Una vez recopilados, analizados, mitigados y consolidados los eventos de riesgo en las respectivas matrices, procede a monitorear el perfil de riesgo individual y consolidado para informarlo a la alta gerencia.

Para la etapa de medición del Riesgo Operativo, la fiduciaria se soporta en una herramienta desarrollada *in-house*, la cual permite calcular el riesgo inherente y residual. De igual forma, el *Middle Office* cuenta con un plan de capacitaciones para todos sus funcionarios en relación con las generalidades del SARO.

Es importante mencionar, que por la estructuración del nuevo *Fondo de Capital Privado Avanti*, la Fiduciaria actualizó las respectivas matrices de riesgos, sin que se observen incrementos considerables en el nivel de riesgo inherente y residual.

En lo que tiene que ver con Plan de Continuidad del Negocio, en el último año la Fiduciaria registro varios avances relacionados con el aumento de la capacidad del servidor que se encuentra en el sitio alternativo, la identificación y análisis de impacto de los procesos críticos¹⁰, así como la actualización del Manual de PCN con las actividades relacionadas con el Banco Caja Social.

En el último año, en conjunto con las entidades ubicadas en el piso financiero, se han realizado 7 pruebas de funcionalidad, en las que se contemplo la reanudación de procesos operativos, pruebas en el centro de operación alternativo, operaciones propias del Front Office, restauración de back-ups, plan de contingencia con proveedores y un simulacro de evacuación. Las pruebas realizadas tuvieron resultados satisfactorios, y la Fiduciaria está trabajando en los aspectos a mejorar.

En opinión de Value and Risk, la metodología, direccionamiento, elementos y recurso humano y tecnológico con los que cuenta Fiduciaria Colmena, son adecuados para la eficiente administración del Riesgo Operativo. De otra parte, la calificadora estará atenta a la evolución de aquellos aspectos que contribuyan con una eficiente gestión del SARO.

Gestión del Riesgo de Prevención y Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo - SARLAFT

La gestión del SARLAFT, está en cabeza del oficial de Cumplimiento, quien acompañado de un grupo interdisciplinario se encarga de mitigar el riesgo de que la Fiduciaria, sea utilizada para el ocultamiento de recursos de origen ilícito y la financiación del terrorismo. El Manual de Procedimientos del SARLAFT, contiene los lineamientos, políticas y responsabilidades de la organización en cuanto al riesgo LA/FT.

¹⁰ Los procesos críticos identificados son; el cierre diario y transmisión, pagos y movimientos, retiros y cancelaciones

Cabe resaltar que en la etapa de conocimiento del cliente, la Fiduciaria dispone de mecanismos tales como los formularios de vinculación, a través de los cuales los clientes declaran la información general y la relacionada con sus operaciones financieras. Posteriormente, en la etapa de monitoreo la unidad SARLAFT se encarga de monitorear aquellas operaciones que no corresponden con la operaciones realizadas. Este proceso, se soporta en el software *DETECTART*, el cual actúa con una interface del sistema contable y de tesorería *SIFI*, el cual permite detallar los movimientos financieros por operación realizada.

La herramienta *DETECTART*, permite generar los informes trimestrales que presenta el Oficial de Cumplimiento a Junta Directiva y los de cumplimiento a la UIAF¹¹.

Finalmente, teniendo en cuenta la decisión estratégica de profundizar las operaciones en el negocio inmobiliario, es importante que la fiduciaria continúe fortaleciendo los mecanismos que permitan mitigar su exposición al LA/FT.

SopORTE y estructura tecnológica

Para el desarrollo de la administración de negocios fiduciarios y de terceros, y con objeto de mitigar el riesgo inherente de la operación, Fiduciaria Colmena se soporta en el uso de diversas herramientas tecnológicas, las cuales se describen a continuación:

La administración de las Carteras Colectivas Universitas y Renta Fácil, así como la facturación de comisiones fiduciarias y el control de las cuentas por pagar, la contabilidad, la tesorería y la facturación, se encuentran automatizadas en la herramienta *SIFI*, a través de los módulos *SIAF*, *SFI* y el de *Negocios Fiduciarios*.

El desarrollo de las operaciones de tesorería, se realiza a través de *PORFIN*, el cual actúa como sistema de registro de las operaciones de compra y venta, y soporta los procesos de valoración contable.

Es de resaltar que la Gerencia de Sistemas¹² hace parte del Piso Financiero, sin embargo, presta soporte a las entidades del grupo empresarial y a

la Fiduciaria a través de la Coordinación de Sistemas. De igual forma, diariamente se realizan *back-ups*, los cuales son custodiados por personal especializado en la materia.

En el último año, la fiduciaria implementó los sistemas *SADENET* para procesos de correspondencia, archivo y digitalización. De otra parte, *SOSNET*, para la administración de quejas y reclamos.

Finalmente, es importante resaltar que el respaldo que brinda el pertenecer al Grupo Empresarial Fundación Social, permite soportar adecuadamente las inversiones necesarias en materia tecnológica para respaldar los procesos relacionados con la estructuración de nuevos negocios, el fortalecimiento de la gestión de riesgos y por tanto la capacidad de la compañía para una eficiente administración de recursos de terceros.

¹¹ Unidad de Investigación y Análisis Financiero.

¹² Es una de las Unidades de Actividades Compartidas-UAC.

EVOLUCION DEL PORTAFOLIO DE FIDUCOLMENA A JULIO DE 2011

PORTAFOLIO	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
VALOR PORTAFOLIO (millones)	4.906	5.029	5.086	5.108	5.477	5.503	5.522	5.682	5.805	5.521	5.503	5.502	5.586
RENTABILIDAD	9,59%	9,85%	8,09%	8,02%	6,99%	7,30%	8,35%	8,47%	9,39%	9,26%	8,13%	8,79%	7,96%
VaR GERENCIAL (millones)	11,1	6,4	8,2	17,2	13,3	19,4	8,1	5,6	0,2	7	7,4	5,0	0,0
DURACIÓN (AÑOS)	1,35	1,12	1,08	1,01	0,86	0,95	0,99	0,98	0,98	1,2	1,53	1,56	1,58
ESPECIE Y EMISOR	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
CUENTAS A LA VISTA	3,27%	12,80%	16,41%	14,17%	16,32%	9,56%	5,96%	8,43%	20,36%	19,95%	23,31%	16,05%	32,07%
CDT	11,04%	4,57%	4,53%	0,00%	5,49%	5,48%	15,47%	15,07%	9,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TES	12,21%	10,77%	10,67%	21,33%	19,96%	19,93%	9,96%	9,69%	0,00%	10,03%	9,76%	9,90%	0,00%
BONOS	6,13%	6,01%	5,96%	5,89%	5,51%	5,51%	5,45%	5,31%	5,22%	5,45%	5,49%	5,51%	0,00%
TIPS	67,35%	65,86%	62,43%	58,61%	52,71%	59,52%	63,16%	61,49%	64,86%	64,57%	61,44%	68,53%	67,93%
TOTAL PORTAFOLIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
TASA	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
DTF	6,13%	6,01%	5,96%	5,89%	5,51%	5,51%	5,45%	5,31%	5,22%	5,45%	5,49%	5,51%	0,00%
FIJA	65,44%	57,35%	54,81%	57,18%	57,65%	65,11%	69,33%	67,97%	48,93%	48,49%	45,72%	53,70%	40,13%
CUENTAS A LA VISTA	3,27%	12,80%	16,41%	14,17%	16,32%	9,56%	5,96%	8,43%	20,36%	19,95%	23,31%	16,05%	32,07%
UVR	25,16%	23,85%	22,81%	22,76%	20,52%	19,82%	19,25%	18,29%	25,48%	26,11%	25,47%	24,73%	27,79%
ACCIONES	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TITULARIZACIÓN	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
OTROS TITULOS	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL PORTAFOLIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PLAZO	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
CUENTAS A LA VISTA	3,27%	12,80%	16,41%	14,17%	16,32%	9,56%	5,96%	8,43%	20,36%	19,95%	23,31%	16,05%	32,07%
0-180	11,04%	4,57%	4,53%	0,00%	25,45%	25,42%	30,88%	30,08%	14,78%	15,48%	5,49%	5,51%	0,00%
181-360	6,13%	16,77%	16,64%	27,22%	5,51%	5,51%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
361-720	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
>720	79,56%	65,86%	62,43%	58,61%	52,71%	59,52%	63,16%	61,49%	64,86%	64,57%	71,20%	78,43%	67,93%
TOTAL PORTAFOLIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
CALIFICACIÓN	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
AAA	100,00%	97,03%	93,53%	90,43%	89,82%	90,52%	94,72%	93,74%	91,59%	92,07%	92,94%	97,16%	93,27%
AA	0,00%	2,97%	6,47%	9,57%	10,18%	9,48%	5,28%	6,26%	8,41%	7,93%	7,06%	2,84%	6,73%
TOTAL PORTAFOLIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EMISOR	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
GOBIERNO	12,21%	10,77%	10,67%	21,33%	19,96%	19,93%	9,96%	9,69%	0,00%	10,03%	9,76%	9,90%	0,00%
ENTIDADES CREDITICIAS	20,44%	23,37%	26,90%	20,06%	27,33%	20,55%	26,88%	28,81%	35,14%	25,40%	28,80%	21,57%	32,07%
TITULARIZADORAS	67,35%	65,86%	62,43%	58,61%	52,71%	59,52%	63,16%	61,49%	64,86%	64,57%	61,44%	68,53%	67,93%
TOTAL PORTAFOLIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
EMISOR	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11
MAXIMO EMISOR	67,35%	65,86%	62,43%	58,61%	52,71%	59,52%	63,16%	61,49%	64,86%	64,57%	61,44%	68,53%	67,93%
3 PRIMEROS EMISORES	90,60%	86,46%	83,04%	89,52%	82,85%	88,93%	78,60%	76,53%	78,50%	84,58%	84,45%	88,64%	93,27%
TOTAL PORTAFOLIO	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Una calificación de riesgo emitida por Value and Risk Rating 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 la calificadora no asume responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información. Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en la página web de la Calificadora www.vriskr.com