

## BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2008-1

BRC INVESTOR SERVICES S. A. SCV	REVISIÓN EXTRAORDINARIA
DEUDA DE LARGO PLAZO	<b>AA+ (Doble A Más) Perspectiva Negativa</b>
<b>Dos mil millones de UVR (2.000.000.000 UVR)</b>	<b>Historia de la calificación:</b> Revisión Periódica Abr./13: AA+ CWD Revisión Extraordinaria Ago./12: AA+ CWD Calificación Inicial Abr./09: AA+

*La información contenida en este documento se basa en: a) el Prospecto de Emisión; b) el Contrato de Fiducia del Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista y el del Patrimonio Autónomo de las Entidades Territoriales con sus respectivos anexos operativos; c) el modelo de proyección financiera suministrado por el Calificado actualizado a agosto de 2013; y d) los Estados Financieros auditados a diciembre de 2012 y no auditados a agosto de 2013 del Fideicomiso Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista.*

### CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS:

<b>Títulos:</b>	Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura 2008-1.
<b>Emisor:</b>	Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura 2008-1.
<b>Originador:</b>	Grupo Financiero de Infraestructura.
<b>Monto:</b>	Dos mil millones de UVR (2.000.000.000 UVR).
<b>Serie:</b>	Serie A.
<b>Lote No. 1:</b>	670.430.000 UVRs. Emitido en diciembre de 2009.
<b>Lote No. 2:</b>	950.000.000 UVRs. Emitido en mayo de 2010.
<b>Plazo:</b>	19 años.
<b>Tasa de interés:</b>	Hasta UVR + 8,00% E.A.
<b>Periodicidad Pago de Intereses:</b>	Año Vencido (AV)
<b>Pago de Capital:</b>	De acuerdo con la tabla de amortización (ver Anexo No. 1).
<b>Administrador:</b>	DECEVAL
<b>Compañía Fiduciaria:</b>	Alianza Fiduciaria S. A.
<b>Agente estructurador y colocador:</b>	Corredores Asociados S. A. Sociedad Comisionista de Bolsa.

### 1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S. A. SCV en **Revisión Extraordinaria** mantuvo la calificación **AA+**, retiró el *CreditWatch* en **Desarrollo** y asignó **Perspectiva Negativa** en **Deuda de Largo Plazo** a los **Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura GFI 2008-1**.

Si bien la Estructura mantiene condiciones financieras que permiten prever el cumplimiento de sus obligaciones frente a los tenedores de los Bonos, la Perspectiva Negativa se otorga debido al deterioro en la capacidad de 12 de los 61 Municipios pertenecientes a la Estructura para pagar oportunamente el servicio de la deuda del

crédito adquirido con el PAEP<sup>1</sup>. En los próximos dos años, BRC hará seguimiento a todos los Entes Territoriales y, de forma particular, a aquellos que, durante 2013, han evidenciado algunos inconvenientes con el cumplimiento total de sus obligaciones. Esto, con el propósito de evaluar y anticipar el potencial impacto en los títulos objeto de calificación. Los recursos entregados a los Municipios en mención representan el 8% del total de los créditos otorgados por el PAEP. Como se evidencia en los escenarios de estrés, este porcentaje no genera un riesgo para el pago de los Bonos en las condiciones establecidas contractualmente.

De acuerdo con la información proporcionada por la Fiduciaria, para el pago que se realizará en diciembre de 2013, los Municipios que evidencian dificultades, en promedio, podrán cubrir el 70% del total del servicio de la deuda derivada del crédito otorgado por el PAEP, porcentaje que es inferior al presentado en el pago del año anterior (91%). Para cuatro Municipios adicionales, a pesar de que los recursos serán suficientes para pagar el monto total del servicio de la deuda, cualquier cambio en el comportamiento de los recursos de SGP<sup>2</sup>-APSB, en los próximos años, les podría generar inconvenientes para cumplir con la totalidad de sus obligaciones contractuales.

**El principal factor que explica el deterioro en la capacidad de pago de los Entes Territoriales tiene relación con el comportamiento volátil de los recursos de SGP-APSB, evidenciado en un crecimiento que oscila entre un mínimo de -17% y máximo de 33%. Lo anterior obedece al desempeño variable de los recursos provenientes del quinto criterio de distribución, motivo por el cual, cobran relevancia las medidas que implemente el Gobierno Nacional para estabilizar el crecimiento de dichos recursos, de forma similar a como lo realizó en los cuatro criterios restantes, en febrero de 2013.** Cabe recordar que el Decreto No. 155 de 2013 estableció una reducción máxima anual de 10% para los recursos de SGP-APSB que se entreguen por los primeros cuatro criterios de distribución; sin embargo, el decreto no hace mención sobre el comportamiento que deberían tener aquellos recursos entregados por el quinto criterio.

Los cinco criterios mediante los cuales se distribuyen los recursos de SGP-APSB son: 1) déficit de coberturas (35%); 2) población atendida y balance del esquema solidario (30%); 3) ampliación de coberturas (5%); 4) pobreza (20%); y 5) eficiencia fiscal y administrativa (10%). Los

<sup>1</sup> Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista.

<sup>2</sup> Sistema General de Participaciones – Agua Potable y Saneamiento Básico.

primeros cuatro criterios dependen de variables poblacionales (estratificación social y certificación del DANE), que no presentarían cambios significativos en el futuro. En contraste, el último criterio depende del reporte que hagan los Municipios a las bases de datos nacionales (SUI<sup>3</sup>, FUT) y de los parámetros que, anualmente, el Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio establezca, razón por la que estos recursos presentan mayor variabilidad frente a los provenientes de los otros cuatro criterios.

Entre 2012 y 2013, los recursos de SGP recibidos por el Fideicomiso presentaron un crecimiento de 6%. Para los cuatro primeros criterios el incremento fue en promedio de 6% y en el quinto criterio se presentó una alta dispersión en la variación de los recursos recibidos por cada Municipio, pues algunos tuvieron reducciones de hasta el 92% y otros incrementos de hasta el 281%. Esto evidencia los efectos de las variaciones del quinto criterio sobre la distribución de los recursos.

**El contrato de crédito estipula que en caso de que un Municipio presente una insuficiencia de recursos para el pago del servicio de la deuda proveniente de los créditos otorgados por el PAEP, el Fideicomiso utilizará los dineros provenientes del SGP-APSB de la siguiente vigencia para cubrir los recursos faltantes, situación que podría mantenerse hasta el vencimiento de la Emisión. Adicionalmente la Estructura cuenta con dos mecanismos que se constituyen como una garantía adicional y que se ponderan positivamente: 1) utilizar el *spread* generado entre la tasa de interés activa y la pasiva; y 2) la posibilidad de que los municipios destinen fuentes de recursos adicionales para cubrir cualquier suma faltante.** A pesar de que la Fiduciaria ha realizado las gestiones necesarias para lograr que los Municipios destinen otros recursos con el fin de cubrir las sumas faltantes, la viabilidad de esta opción es baja y no se está asumiendo en los escenarios de stress de la Calificadora.

En un ejercicio de proyección se asumen crecimientos<sup>4</sup> reales del SGP-APSB para los Municipios a partir de 2017. Los resultados obtenidos muestran que al final de la Emisión, en algunos municipios, la Fiduciaria deberá hacer uso de los mecanismos de respaldo establecidos.

<sup>3</sup> SUI (Sistema Único de Información): base de datos en la que se reporta información relacionada con servicios públicos.

FUT (Formulario Único Territorial): base de datos que consigna toda la información financiera de los Entes Territoriales.

<sup>4</sup> Este escenario se asume, teniendo en cuenta los posibles cambios que puedan presentarse a partir de 2017, como producto de la modificación en la metodología del crecimiento del SGP-APSB que aplicará a partir de ese año.

*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.*

El cambio en las administraciones municipales evidenció el riesgo político al cual se expone la Estructura, pues durante el año 2012 y lo corrido de 2013, algunas de estas mostraron su desacuerdo con las condiciones financieras de los contratos de empréstito suscritos con el PAEP. Como un hecho relevante se destaca la posible inclusión de uno de estos créditos, dentro de un acuerdo de reestructuración de pasivos. Según la normatividad<sup>5</sup> vigente, las operaciones que involucran el mercado de valores deben ser excluidas de este tipo de procesos, por lo que la Fiduciaria, como representante legal del Patrimonio Autónomo, apeló el procedimiento utilizado por el Ente Territorial ante la Superintendencia de Sociedades, de quien se espera un pronunciamiento oficial antes de finalizar el 2013. La Calificadora se mantendrá atenta, tanto a la decisión del Ente Regulador como a cualquier otra acción que pudieran llevar a cabo las administraciones municipales, con el fin incorporar sus posibles efectos dentro de la calificación de la Emisión.

Cabe mencionar que en 2012, un Municipio perteneciente a la Emisión GFI-2010 también suscribió un acuerdo de reestructuración de pasivos con sus acreedores, con el fin de lograr condiciones más favorables para el pago de sus obligaciones. En febrero de 2013, la Superintendencia de Sociedades se pronunció a favor de la Fiduciaria, por lo que las condiciones del crédito suscrito con el PAEP no fueron modificadas.

**Como parte del ejercicio de calificación, BRC llevó a cabo escenarios de estrés sometiendo a condiciones<sup>6</sup> de tensión tanto la tasa de crecimiento de los recursos recibidos por SGP-APSB, como los cinco criterios de distribución de dichos recursos. Los resultados del escenario base y de los dos**

<sup>5</sup> Artículo 14 de la Ley 550 de 1999 y Ley 964 de 2005.

<sup>6</sup> Condiciones de tensión:

- 1) **Base:** se asumió que el quinto criterio de distribución de la Ley 1176 sólo se cumpliría en un 50%, lo que equivale a una recepción del 95% de las transferencias a los Municipios. Además de la reducción observada en el SGP-APSB en 2011 no se presentaría ninguna otra a lo largo de la vigencia de la Emisión.
- 2) **Stress 1:** se asumió que el quinto criterio de distribución de la Ley 1176 se incumpliría completamente, lo que equivale a una recepción del 90% de las transferencias a los Municipios. Además de la reducción observada en el SGP-APSB en 2011 no se presentaría ninguna otra a lo largo de la vigencia de la Emisión.
- 3) **Stress 2:** se asumió que el quinto criterio de distribución de la Ley 1176 se incumpliría completamente, lo que equivale a una recepción del 90% de las transferencias a los Municipios. Se da una reducción adicional del 10% por cambios metodológicos en los cuatro primeros criterios. El SGP a partir de 2017 crece en términos reales.

escenarios de estrés muestran coberturas<sup>7</sup> mínimas de 1,47, 1,44 y 1,35 veces, valores que resultan adecuados frente a la calificación asignada. Se destaca que los mecanismos de reserva con los que cuenta la Estructura son un factor determinante en los resultados obtenidos.

Los mecanismos de reserva constituidos para la Emisión son: 1) un fondo de reserva para el servicio de la deuda de los préstamos, apropiado por cada uno de los PAET, su valor corresponde al 3,95% del monto total del crédito otorgado y al 31 diciembre de 2012 alcanzaba un total de \$10.963 millones, lo cual equivale al 91% del valor proyectado; y 2) un fondo de reserva del servicio de la deuda de los Bonos, el cual corresponde al 5,7% del total de la Emisión y ha sido apropiado adecuadamente, de acuerdo con la regla establecida (2,7% al inicio de la Emisión y 0,6% en los años siguientes). A diciembre de 2012, el saldo de este último fondo era de \$15.049 millones, lo que equivale al 88% de su valor objetivo.

**Para reducir la posibilidad de que los recursos provenientes de los préstamos sean desviados por los Entes Territoriales para utilizarlos en fines distintos a los estipulados, el Grupo Financiero de Infraestructura contrató a la firma auditora Fajardos S. A. S. para el monitoreo de los proyectos de infraestructura objeto del préstamo, aspecto que es ponderado positivamente en la calificación.** Aunque contractualmente ni el Originador ni el Agente de Manejo tienen responsabilidad sobre el uso o manejo de estos recursos por parte de los Municipios, todos los reportes realizados por Fajardos S. A. S. son remitidos a los respectivos Entes de Control, para su conocimiento y la aplicación de medidas correctivas en los casos que lo ameriten.

A agosto de 2013, 38 de los 61 proyectos municipales ya habían finalizados las obras. En 13 de los proyectos la Firma Auditora sugirió la visita por parte de los Entes de Control, pues no había claridad en la información entregada por los Municipios. En otros casos surgieron inconvenientes para determinar el avance de las obras debido a la falta de oportunidad en la entrega de la información, lo que -en algunas ocasiones- estaba asociado con los problemas del empalme entre la administración anterior y la actual. En todos los Municipios se cumplieron las visitas programadas que, en promedio, fueron cinco por cada proyecto, siendo este número superior al programado inicialmente (3).

<sup>7</sup> Calculada como: (Recursos SGP + Reserva Bonos) / Servicio de la deuda.

*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 junio de 2013 el Ministerio de Vivienda publicó un informe denominado "Informe de monitoreo a los recursos del sistema general de participaciones para agua potable y saneamiento, vigencia 2012". Dentro de los apartes<sup>8</sup> de este documento se presenta un informe del estado de las obras de algunos municipios pertenecientes a la estructura y, en algunos casos, evidencia diferencias importantes frente a lo reportado por Fajardos. En este sentido, la Fiduciaria y el originador llevaron a cabo una reunión con la Firma Interventora, la cual presentó las siguientes conclusiones: i) En varios casos, aunque las obras estaban finalizadas estas no eran funcionales porque requerían actividades complementarias que necesitaban apoyo de las administraciones municipales; ii) No se tiene claridad sobre las fechas en las que el Ministerio de Vivienda efectuó las visitas, por lo que podrían ser anteriores a las efectuadas por Fajardos; iii) Los criterios técnicos utilizados por el Ministerio de Vivienda no son los mismos aplicados por la Firma auditora.

Respecto a las contingencias legales relacionadas con la Estructura y sus participantes, existe una acción popular interpuesta por una persona natural contra el Municipio de Valledupar en la que se cuestiona: 1) el empréstito obtenido por la Entidad Territorial a través de la Emisión; 2) el posible impacto que la pignoración de los recursos del SGP-APSB podría tener en los subsidios para este servicio otorgados a los estratos 1, 2 y 3; y 3) la incertidumbre sobre cómo se desarrollaría el proceso de contratación de este proyecto.

En un fallo de primera instancia, el juez a cargo del caso determinó que no era necesario suspender ni el crédito ni el desarrollo del proyecto, por considerar que no afectaba el interés común de la población de Valledupar. Actualmente, la acción se encuentra pendiente de fallo en primera instancia.

## **2. ANÁLISIS DOFA**

### Fortalezas

- ✚ Alta calidad crediticia del activo subyacente (los recursos del SGP-ASB provenientes de las Entidades Territoriales).
- ✚ Sólida estructura legal, financiera y documental, que respalda el pago del servicio de la deuda de los Bonos y mitiga los riesgos de la Emisión.
- ✚ Participantes del proceso con amplia experiencia y reconocimiento en el sector.
- ✚ Mecanismos de respaldo, fondos de reserva y sobrecolateralización de los Municipios participantes, que fortalecen la capacidad de pago de la Estructura.

<sup>8</sup> Anexo 3: "40 municipios considerados como críticos en bonos agua"

*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.*

- ✚ Adecuado calce de los flujos de la Estructura debido a la sincronización entre los plazos de amortización de los préstamos y los bonos.
- ✚ Economías de escala para los Municipios debido a la obtención de menores costos de financiación.
- ✚ Mayor predictibilidad en los flujos del SGP-APSB derivados de la normatividad que regula fluctuaciones importantes en el futuro.

### Oportunidades

- ✚ Apoyo de este tipo de proyectos por parte de los fondos de inversión.

### Debilidades

- ✚ Disparidad en el desempeño de los Municipios asociada con la Emisión, en cuanto al cumplimiento del último criterio (eficiencia fiscal y administrativa), establecido por la Ley 1176 de 2007.
- ✚ Alto nivel de concentración de los créditos en algunos Entes Territoriales.

### Amenazas

- ✚ Cambios de la normatividad vigente que rige al Sistema General de Participaciones.
- ✚ Operatividad de los procesos de desembolso que puede ocasionar retrasos mensuales en la transferencia de los recursos del SGP-APSB.
- ✚ Inestabilidad del marco legal en Colombia.
- ✚ Riesgos políticos y operacionales que pueden afectar el desembolso oportuno y preciso de los recursos de SGP-APSB.

*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 en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de la Calificadora.*

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

**Anexo No. 1: Tabla de Amortización Bonos**

<b>Año</b>	<b>Bonos</b>	<b>Préstamos</b>
2009	0,00%	0,00%
2010	0,00%	0,00%
2011	0,00%	0,00%
2012	0,00%	0,00%
2013	0,00%	0,00%
2014	0,00%	0,00%
2015	4,00%	3,50%
2016	4,00%	3,50%
2017	6,00%	5,50%
2018	6,00%	5,50%
2019	6,50%	6,00%
2020	6,50%	6,00%
2021	8,00%	7,50%
2022	8,00%	8,50%
2023	8,50%	8,50%
2024	8,50%	8,50%
2025	8,50%	8,75%
2026	8,50%	9,10%
2027	8,50%	9,20%
2028	8,50%	9,95%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Prospecto de Emisión y Contrato de Crédito

*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.*

**CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO**

Esta calificación se aplica a instrumentos de deuda con vencimientos originales de más de un (1) año. Las escalas entre AA y CC pueden tener un signo (+) o (-), que indica si la calificación 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**

ESCALA	DEFINICIÓN
<b>AAA</b>	La calificación AAA es la más alta otorgada por BRC, lo que indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente fuerte.
<b>AA</b>	La calificación AA indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en la máxima categoría.
<b>A</b>	La calificación A indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.
<b>BBB</b>	La calificación BBB indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, los emisores o emisiones con esta calificación son más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.

▣ **Grados de no Inversión o alto riesgo**

ESCALA	DEFINICIÓN
<b>BB</b>	La calificación BB indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es limitada. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una menor probabilidad de incumplimiento en comparación con aquellos calificados en categorías inferiores.
<b>B</b>	La calificación B indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es baja. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una considerable probabilidad de incumplimiento.
<b>CCC</b>	La calificación CCC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una alta probabilidad de incumplimiento.
<b>CC</b>	La calificación CC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una probabilidad muy alta de incumplimiento.
<b>D</b>	La calificación D indica que el Emisor o Emisión ha incumplido con sus obligaciones financieras.
<b>E</b>	La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente para calificar.

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

**HOJA DE VIDA MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO**

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

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

**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.*

---