

Comité Técnico: 24 de octubre de 2013  
Acta No: 583

## BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2010

<b>BRC INVESTOR SERVICES S.A. SCV</b>	<b>REVISIÓN PERIÓDICA</b>
<b>DEUDA DE LARGO PLAZO</b>	<b>AA+ (Doble A Más) <i>Creditwatch</i> en Desarrollo</b>
<b>Dos mil quinientos millones de UVR (2.500.000.000 UVR)</b>	<b>Historia de la calificación:</b> Revisión Periódica Oct./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 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 2010
<b>Emisor:</b>	Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura 2010
<b>Originador:</b>	Grupo Financiero de Infraestructura
<b>Monto:</b>	Dos mil quinientos millones de UVR (\$2.500.000.000 UVR)
<b>Serie:</b>	Única
<b>Lote No. 1:</b>	637.803.606 UVRs. Emitido en diciembre de 2010
<b>Lote No. 2:</b>	257.465.702 UVRs. Emitido en mayo de 2011
<b>Plazos:</b>	19 años
<b>Rendimiento:</b>	Hasta UVR + 8% 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>Representante Tenedores:</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 Periódica** mantuvo la calificación **AA+** y el ***Creditwatch* en Desarrollo** en **Deuda de Largo Plazo** a los **Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura GFI 2010**.

El cambio en las administraciones municipales evidenció el riesgo político al cual se expone la Estructura, pues entre 2012 y 2013 algunas Entidades Territoriales que participan en esta emisión plantearon la posibilidad de modificar las condiciones de los créditos otorgadas por el PAEP. Hasta el momento no se ha realizado ninguna modificación a las condiciones contractuales pactadas inicialmente o al prospecto de emisión. La

Calificadora mantiene el *Creditwatch* en Desarrollo, para de este modo realizar el seguimiento permanente al efecto que podrían tener nuevas acciones de este mismo tipo sobre la Estructura.

Como un hecho relevante se destaca la posible inclusión de uno de los créditos otorgados por el PAEP<sup>1</sup> dentro de un acuerdo de reestructuración de pasivos, por parte de un municipio perteneciente a la Emisión de GFI 2008-1. Según la normatividad<sup>2</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. Aunque esta situación se presentó en la emisión GFI 2008-1, la decisión que imparta el Ente Regulador podría tener implicaciones en ambas estructuras, debido a su similitud operativa y financiera.

En 2012, un municipio perteneciente a esta Emisión, también suscribió un acuerdo de reestructuración de pasivos con sus acreedores, con el propósito 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, aduciendo la protección del mercado de capitales, por lo que las condiciones del crédito suscrito con el PAEP no fueron modificadas.

A pesar de que entre 2012 y 2013 los recursos del SGP – APSB<sup>3</sup>, de los municipios pertenecientes a la Emisión, tuvieron un incremento de 6,7%, su comportamiento es volátil, lo que se evidencia en un crecimiento que oscila entre un mínimo de -9% y un máximo de 37%. Esto se encuentra explicado por el comportamiento variable de los recursos provenientes del quinto criterio de distribución. Por lo anterior, cobran relevancia las medidas que implemente el Gobierno Nacional para estabilizar el crecimiento de dichos recursos, de forma similar a como lo realizó para 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 primeros cuatro criterios dependen de variables poblacionales (estratificación social y certificación del DANE), que no presentarían cambios importantes en el futuro. En contraste, el último criterio dependerá del reporte que hagan los Municipios a las bases de datos nacionales (SUI<sup>4</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 el crecimiento promedio en los cuatro primeros criterios fue de 6,7%, en tanto que, en el quinto criterio se presentó una alta dispersión en la variación de los recursos recibidos por cada municipio, puesto que algunos tuvieron reducciones de hasta el 100% y otros incrementos de hasta 343%. Esto evidencia los efectos de las variaciones del quinto criterio sobre la distribución de los recursos.

De acuerdo con las proyecciones hechas por la Fiduciaria, para el cierre de 2013, uno de los 58 municipios de la Emisión objeto de esta calificación no podrá cubrir la totalidad del servicio de la deuda derivado de los créditos otorgados por el PAEP. 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. 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

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

<sup>2</sup> Artículo 14 de la Ley 550 de 1999 y Ley 964 de 2005.

<sup>3</sup> Sistema General de Participaciones – Agua Potable y Saneamiento Básico.

<sup>4</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.

*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.*

faltantes, la viabilidad de esta opción es baja y no se está asumiendo en los escenarios de stress de la Calificadora.

El Municipio que presenta inconvenientes para el pago del servicio de la deuda del crédito representa el 0,6% de los créditos otorgados por el PAEP. Como se evidenciará en los escenarios de estrés, este porcentaje no representa un riesgo para el pago de los Bonos en las condiciones establecidas contractualmente.

**Como parte del ejercicio de calificación, BRC llevó a cabo escenarios de estrés sometiendo a condiciones<sup>5</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 escenarios de estrés muestran coberturas<sup>6</sup> mínimas de 1,52, 1,49 y 1,31 veces, valores que resultan adecuados frente a la calificación asignada. Los mecanismos de reserva con los que cuenta la Estructura son un factor determinante en los resultados obtenidos.**

Las reservas constituidas 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, con un valor correspondiente al 3,95% del monto total del crédito otorgado y que, al 31 diciembre de 2012, alcanzaba un total de \$6.307 millones, lo cual equivale al 94% 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 (4,7% al inicio de la emisión y 0,2% en los años siguientes). A diciembre de 2012, el saldo de este último fondo era de \$9.548 millones, lo que equivale al 97% de su valor objetivo.

**Para reducir la posibilidad de que los recursos provenientes de los préstamos sean desviados por los Entes Territoriales para ser utilizados con fines**

<sup>5</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.

<sup>6</sup> Calculada como: (Recursos SGP + Reserva Bonos)/ Servicio de la deuda.

**Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOP 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.**

**diferentes 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 fue 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, 25 de los 58 proyectos municipales ya habían finalizados las obras. En 11 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 54 de los Municipios se cumplieron las visitas programadas que, en promedio, fueron tres por cada proyecto, como fue estipulado inicialmente.

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>7</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.

En noviembre de 2012, Alianza Fiduciaria fue notificada por parte de la Superintendencia Financiera sobre la imputación de un pliego de cargos por un posible incumplimiento de uno de los requerimientos legales necesarios para efectuar el desembolso de los recursos a cinco de los Entes Territoriales pertenecientes a esta

<sup>7</sup> Anexo 3: "40 municipios considerados como críticos en bonos agua"

emisión. Hasta el momento el Ente Regulador no ha hecho un pronunciamiento oficial sobre el caso.

## **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 que fortalecen la capacidad de pago de la Estructura.
- ✚ 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>
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	0,00%	0,00%
2016	4,00%	3,50%
2017	4,00%	3,50%
2018	6,00%	5,50%
2019	6,00%	5,50%
2020	6,50%	6,00%
2021	6,50%	6,00%
2022	8,00%	7,50%
2023	8,00%	8,50%
2024	8,50%	8,50%
2025	8,50%	8,50%
2026	8,50%	8,75%
2027	8,50%	9,10%
2028	8,50%	9,20%
2029	8,50%	9,95%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</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.*

**3. 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**

<b>ESCALA</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
<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**

<b>ESCALA</b>	<b>DEFINICIÓN</b>
<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 (CIFI) 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.*

---