

Comité Técnico: 25 de octubre de 2012  
Acta No: 490

## BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2010

BRC INVESTOR SERVICES S.A. SCV	REVISIÓN PERIÓDICA
<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 Extraordinaria Ago./12: AA+ (Doble A Más) <i>CreditWatch</i> en Desarrollo Revisión Extraordinaria Abr./12: AA+ (Doble A Más) <i>Creditwatch</i> Negativo Calificación Inicial Oct./10: AA+ (Doble A Más)

*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 septiembre de 2012, d) Los Estados Financieros auditados a agosto de 2012 del Fideicomiso Grupo Financiero de Infraestructura 2010, e) los informes de interventoría, y f) Las tensiones a que fue sometido el modelo por parte de BRC Investor Services S. A.*

### 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 Cuadro 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 de **AA+** y el ***CreditWatch* en Desarrollo** en **Deuda de Largo Plazo** a los **Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo Grupo Financiero de Infraestructura 2010**.

Una calificación aparece en la lista de *Creditwatch* cuando un evento o desviación de una tendencia esperada ha

ocurrido o se espera que ocurra, requiriéndose información adicional para tomar una acción en cuanto a la calificación.

**Producto de las modificaciones<sup>1</sup> que se dieron durante 2011 y 2012 con relación al comportamiento de los recursos del Sistema General de Participaciones de Agua Potable y**

<sup>1</sup> Conpes 137 del 28 de Enero de 2011, Conpes 145 del 30 de diciembre de 2011, Conpes 148 del 09 de febrero de 2012.

**Saneamiento Básico (en adelante SGP-APSB), la presente emisión ha sido sujeta a dos procesos de revisión extraordinaria<sup>2</sup>. En la más reciente se asignó un *CreditWatch* en Desarrollo, sustentado en la expectativa sobre la publicación<sup>3</sup>, en noviembre de 2012, de una metodología que garantizará una variación máxima de los recursos del SGP – APSB frente al año anterior de 10%.**

La resolución del *Creditwatch* dependerá del impacto que tenga sobre la emisión el pronunciamiento del Gobierno Nacional con respecto a la estabilización de la distribución de recursos del SGP–APSB. Tal como lo ha mencionado BRC en anteriores ocasiones, en la medida en que esta metodología sea definida con parámetros claros y publicada oportunamente, la estructura podrá verse beneficiada.

De acuerdo con las proyecciones hechas por el Originador de la Emisión<sup>4</sup>, al igual que el año anterior, para el cierre de 2012 se espera que 2 de los 58 PAET<sup>5</sup> no puedan cubrir la totalidad del servicio de la deuda. Si bien la estructura cuenta con mecanismos tales como la pignoración de mayores recursos para cubrir las sumas faltantes, cobran relevancia las gestiones que adelanten los Entes Territoriales (ET), pues esta transacción debe contar con la aprobación de los respectivos Concejos Municipales. Lo anterior, teniendo en cuenta que uno de los municipios que no pudo cubrir el servicio de la deuda totalmente, aún le debe al Patrimonio Autónomo el valor faltante que fue cubierto por la estructura.

**En lo corrido de 2012 algunos Entes Reguladores han publicado normas en las cuales se establecen los criterios que deberán cumplir los ET, con el fin de acceder a los recursos de SGP-APBS. En opinión del Originador de la Emisión, esta nueva regulación no afecta a la estructura por dos razones: 1) Las condiciones que los ET debían cumplir para acceder a los préstamos ya incluían los requerimientos necesarios para la obtención de la certificación, y 2) Teniendo en cuenta que los recursos fueron previamente pignorados, en caso de que el ET no obtenga la certificación, el Departamento<sup>6</sup> deberá servir dichas obligaciones hasta que el Municipio recupere esta certificación.**

<sup>2</sup> Documentos del 19 de abril y 21 de Agosto de 2012.

<sup>3</sup> Conpes 153 del 30 de julio de 2012.

<sup>4</sup> Grupo Financiero de Infraestructura (GFI).

<sup>5</sup> Patrimonio Autónomo de la Entidad Territorial.

<sup>6</sup> Artículo 5to, Ley 1176 de 2007.

Cabe recordar que la Ley 1176 de 2007 definió 4 criterios mediante los cuales los Municipios obtendrían la certificación. Se destaca el tercer criterio: *"la aplicación de la estratificación socioeconómica conforme a la metodología nacional establecida"*. Para su cumplimiento se había definido un periodo de transición que finaliza en 2012. El impacto de este aspecto y, en general, la nueva normatividad que se publique sobre la distribución de los recursos de SGP-APBS será un factor de seguimiento por parte de la Calificadora.

**La estructura ha mantenido una adecuada capacidad de cumplir con las obligaciones adquiridas frente a los tenedores de títulos. Lo anterior se evidencia en niveles de cobertura<sup>7</sup> mínimos para un escenario base de 1,7 veces y para tres escenarios<sup>8</sup> de estrés de 1,46, 1,27 y 1,18, respectivamente, valores que resultan acordes con la calificación asignada. Los mecanismos de respaldo con los que cuenta la Estructura (fondos de reserva del servicio de la deuda de los préstamos y de los bonos)<sup>9</sup>, además de la diferencia generada entre la tasa de interés cobrada a los Municipios (8%), frente a la reconocida a los inversionistas (11%), son los principales factores que influyen positivamente en los resultados obtenidos.**

Como parte de los controles establecidos por la estructura para mitigar el riesgo de la desviación de recursos, GFI contrató a la firma interventora Fajardos S.A.S. para que lleve a cabo el seguimiento de los proyectos de infraestructura, que fueron objeto de la solicitud del préstamo por parte de los Entes Territoriales. Cabe aclarar que ni el Originador ni el Agente de Manejo Fiduciario tienen responsabilidad sobre el uso o manejo de estos recursos por parte de los municipios. Los reportes realizados por Fajardos S.A.S. son remitidos a los respectivos Entes de Control para su conocimiento y aplicación de medidas pertinentes. Esta medida fortalece la cláusula contractual del contrato de crédito, en la que se considera como un evento de incumplimiento los casos en los que el ET de al préstamo un destino diferente al desarrollo de los proyectos o incumpla cualquier obligación constitucional, legal o reglamentaria relevante y asociada con el SGP-APSB.

<sup>7</sup> Servicio de la Deuda de los ET + Fondo de Reserva de los Bonos/ Servicio de la deuda de los Bonos.

<sup>8</sup> Los supuestos utilizados en cada uno de los escenarios, se presentan en el capítulo 5- Escenarios de estrés.

<sup>9</sup> Estos fondos se presentan en el capítulo 3 de Estructura y descripción de la Emisión.

*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.*

Para agosto de 2012, 34 de los 58 proyectos municipales habían recibido la totalidad de las visitas programadas<sup>10</sup>, 7 de estos Entes Territoriales ya llevaron a cabo la totalidad de la obra y uno de los proyectos presenta retrasos por la Ola Invernal. Las principales señales de alerta derivadas de los informes de tales inspecciones están relacionadas con la falta de oportunidad en la entrega de la información solicitada por la interventora a los ET, inconveniente que se acentuó con los cambios en las administraciones de los municipios en enero de 2012. Para revertir este comportamiento, GFI ha sostenido reuniones de socialización de la estructura con los nuevos mandatarios, cuyo resultado será observado en las próximas visitas a los proyectos.

De acuerdo con lo informado por el Originador y el Agente de Manejo del Fideicomiso, el Municipio de Montelíbano inició un proceso de Reestructuración de Pasivos en mayo de 2012. Para este caso GFI ya cuenta con representación legal para hacer seguimiento al mencionado acuerdo y de este modo, tal como ocurrió en otro caso, mantener las condiciones y garantías otorgadas por el Ente Territorial.

## 2. ANÁLISIS DOFA

### Fortalezas

- ✚ Alta calidad crediticia del activo subyacente (los recursos del SGP-ASB provenientes de las ET).
- ✚ 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 y fondos de reserva que fortalecen la capacidad de pago de la estructura.
- ✚ Buen calce de flujos de la estructura dados sus plazos de amortización, lo que se refleja en su nivel de coberturas.
- ✚ Economías de escala relacionadas con los costos de la operación para los municipios.

### Oportunidades

- ✚ La nueva metodología implementada por el Gobierno Nacional, en la cual se garantizará una máxima variación anual del 10% en la distribución de los recursos de SGP-APSB.

<sup>10</sup> La primera se realiza después del desembolso del préstamo y busca determinar necesidades de los ET en materia de APSB. La segunda se efectúa 6 meses después para ver el avance del proyecto y verificar la correcta destinación de los recursos recibidos. La última se realiza 1 año más tarde que la primera y busca evaluar el aporte del proyecto en el desarrollo del ET. No obstante, visitas adicionales pueden ser autorizadas dependiendo del desarrollo del proyecto.

*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.*

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

### Debilidades

- ✚ Disparidad en el desempeño de los municipios asociados a la emisión en cuanto a su cumplimiento de los criterios de distribución de la Ley 1176 de 2007.
- ✚ Cambios de la normatividad vigente que tengan un impacto negativo sobre la distribución del SGP-APSB.

### Amenazas

- ✚ Incertidumbre sobre el monto de ingresos que se recibirán a partir de 2017, dado el cambio de normatividad.
- ✚ Retrasos mensuales en el tiempo de desembolso de los SGP-APSB a la estructura fiduciaria.
- ✚ Inestabilidad del marco legal en Colombia.
- ✚ Riesgos políticos y operacionales que pueden afectar el desembolso oportuno y preciso de los recursos de SGP-APSB.
- ✚ Retrasos en los proyectos derivados de la Ola Invernal.

## 3. ESTRUCTURA Y DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN

De acuerdo con las estadísticas sanitarias publicadas por la Organización Mundial de la Salud<sup>11</sup>, a 2008 Colombia mantiene una cobertura de fuentes de agua potable de su población por debajo del promedio regional (92% en comparación a un 96%), cifra que aumenta en las áreas urbanas (99%) y se reduce significativamente en las rurales (73%).

Con el fin de mejorar esta situación en el país mediante la generación de infraestructura en dicha área, la Ley 1176 de 2007 en sus artículos 10 y 11 permitió a los distritos, departamentos y municipios utilizar los recursos del SGP-APSB para el "pago del servicio de la deuda originado en el financiamiento de proyectos del sector de agua potable y saneamiento básico, mediante la pignoración de los recursos asignados y demás operaciones financieras autorizadas por la ley".

Bajo este marco legal, replicando las soluciones aplicadas en otros países para que los pequeños municipios obtengan financiaci3nes a largo plazo por medio de la uni3n de proyectos individuales en grupos de empr3stitos, el Grupo Financiero de Infraestructura Ltda., estableci3 un modelo que consta de dos partes:

- a) Otorgamiento de cr3ditos de largo plazo a los ET para el desarrollo de proyectos de infraestructura de APSB,

<sup>11</sup> Estadísticas Sanitarias Mundiales 2011.

que serán pagados con los SGP destinados para este fin.

- b) Emisión de bonos ordinarios para fondear los créditos mencionados.

El monto de los préstamos por otorgar a cada ET es definido mediante el modelo realizado por Corredores Asociados S. A. (estructurador del modelo), lo cual a su vez, determina el valor total del tramo por emitir (cumpliéndose que, en el total agregado por lote, la emisión no supere los 2.500 millones de UVR). El calce de los pagos efectuados para los créditos y los bonos (evidenciado en los plazos de amortización presentados en el Cuadro No. 1), se ve reflejado en las coberturas de la emisión, factor que respalda el desembolso oportuno del servicio de la deuda.

**Cuadro No. 1: Tabla de amortizaciones**

Años	Bonos	Préstamos
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%

Fuente: Prospecto de Emisión y Contrato de Crédito

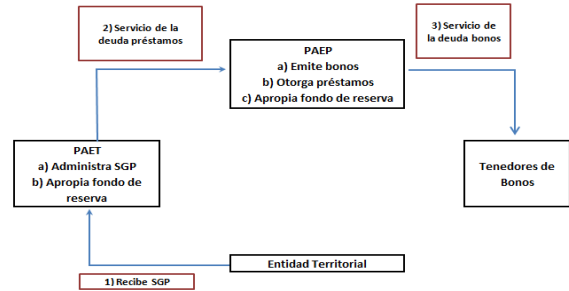
**Patrimonio Autónomo Emisor y Prestamista (PAEP)**

Es el responsable de la emisión de los bonos, la cual puede ser realizada por lotes, cumpliéndose para el primero de ellos que se hayan recibido solicitudes de desembolso mayores a \$100.000 millones con base en los contratos de crédito.

El Patrimonio se encuentra a cargo de la administración tanto de los recursos recibidos por la emisión (que financian los empréstitos entregados a los ET y los costos de la emisión) como del porcentaje de SGP-APSB entregado por cada PAET para el pago del servicio de la deuda de los préstamos (empleado para el desembolso de la amortización de capital e intereses de los bonos y los costos y gastos de operación derivados de la administración de los patrimonios – ver Cuadro No 2).

Sus beneficiarios son los tenedores de los bonos, siendo el fideicomitente el beneficiario residual.

**Cuadro No 2: Estructura de la emisión**



Realizado por BRC Investor Services.

**Patrimonio Autónomo de la Entidad Territorial – PAET**

Para la transferencia de los recursos del SGP- APSB por parte de los ET, conforme con lo señalado en el Contrato de Fiducia, cada uno tiene la obligación de crear un patrimonio autónomo que sirve de garantía y fuente de pago de los préstamos otorgados por el PAEP, siendo este el beneficiario principal.

El proceso realizado es el siguiente: el total de SGP-APSB ingresa al PAET donde se retiene el porcentaje cedido a nivel contractual por la ET<sup>12</sup> y se efectúa la devolución del saldo (puesto que el municipio es el beneficiario residual). Lo cedido se envía al PAEP como pago del servicio de la deuda derivado de los bonos.

**Documentos Base de la Estructura**

Como parte de la operación, la emisión está sustentada legalmente en los siguientes documentos:

- a) Contrato de Fiducia Mercantil: firmado entre el Originador y la Fiduciaria, por medio del cual se establece la creación del PAEP.
- b) Contrato de Crédito: suscrito entre el Emisor de los bonos (PAEP) y la ET, en el cual se obliga a suscribir los contratos que siguen.
- c) Contrato de Fiducia con las ET: firmado entre la ET y la Fiduciaria, donde se establece la creación de un patrimonio autónomo para el financiamiento de los proyectos fijados en el contrato de crédito.

<sup>12</sup> Establecido en el Contrato de crédito firmado por la ET con Alianza Fiduciaria

*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.*

d) Contrato de Cesión: suscrito entre la ET y la Fiduciaria, donde la primera se compromete a entregar de manera irrevocable un porcentaje de su SGP-APSB durante todo el periodo del préstamo.

### **Partes Vinculadas a la Operación**<sup>13</sup>

#### **Originador: Grupo Financiero de Infraestructura 2010**

El Grupo Financiero de Infraestructura Ltda. (GFI) es una entidad especializada en establecer modelos de financiación a largo plazo para proyectos orientados al desarrollo de infraestructura en el sector de agua y saneamiento básico de los departamentos y los municipios.

Sus socios principales son PanAmerican Capital Partners LLC y Mallard Holdings, instituciones americanas con amplia experiencia en proyectos de inversión en infraestructura y energía en el mundo.

Los representantes legales de GFI son:

- Christian Mürrle, socio y Director de PanAmerican Capital Partners LLC.
- Martin Baker, experto internacional en financiación de aguas y ex Director del New York State Environmental Facility Corp.
- Andrés Flórez Villegas, ex Director del Fogafín.

La composición accionaria de Grupo Financiero de Infraestructura es:

- 99% Colombia Infrastructure Group LLC.
- 1% Christian Mürrle.

A su vez, Colombia Infrastructure Group LLC tiene la siguiente composición accionaria:

- 70% Mallard Holdings LLC.
- 30% SM SIG LLC.

De la misma manera, la composición accionaria de Mallard holdings LLC es:

- 66.6% PanAmerican Capital Partners LLC.
- 33.3% Hudson Projects LL.

#### **Fiducia de Administración y Fuente de Pago y Vocero del Emisor: Alianza Fiduciaria S.A.**

Sociedad fiduciaria, con más de 20 años en el mercado, cuyo objeto exclusivo es la celebración y realización de negocios fiduciarios y de confianza, actuando como

representante legal de tenedores de bonos y los demás negocios que autoricen normas especiales. Sus accionistas son Organización Delima (65,76%), Alianza Valores S.A. (31,34%) y Otros (2,9%).

#### **Agente Estructurador: Corredores Asociados**<sup>14</sup>.

Sociedad comisionista de bolsa con más de 30 años de experiencia en el mercado bursátil, líder en asesoría financiera y manejo de recursos de terceros.

#### **Asesor de la Emisión: Configura Capital Ltda.**

Firma colombiana dedicada a la prestación de servicios profesionales de consultoría, asesoría e inversión en temas financieros y de infraestructura. Sus socios son Navenby Investment Group Inc., Alberto Carrasquilla Barrera (ex ministro de Hacienda) y Andrés Flórez Villegas (ex director de Fogafin).

#### **Abogados Externos**

La firma legal Gómez - Pinzón Zuleta está establecida como el asesor legal del PAEP dentro de su estructura administrativa y aprobó los documentos que hacen parte de la emisión.

### **4. DESEMPEÑO FINANCIERO DE LA EMISIÓN**

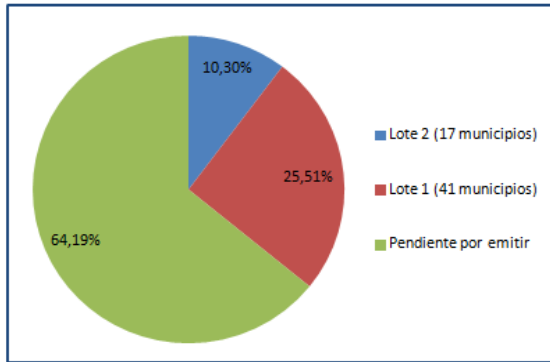
Como se muestra en el Gráfico No 1, a septiembre de 2012, la emisión contaba con dos lotes que representan el 35,81% del total de la emisión: el primero se emitió en diciembre de 2010, por un valor de 637 millones de UVR y estaba compuesto por 41 municipios, y el segundo fue colocado en mayo de 2011, por un monto 257 millones de UVR y cuenta con 17 municipios.

<sup>13</sup> Información basada en las páginas web de cada entidad y el prospecto de emisión.

<sup>14</sup> Calificado P AA+ de Calidad en la Administración de Portafolios por BRC Investor Services a junio de 2012.

*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.*

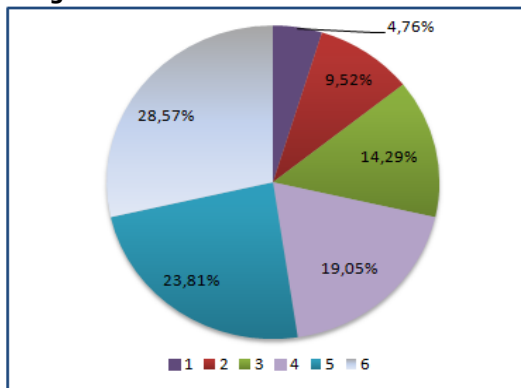
**Gráfico No. 1: Composición Emisión Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo GFI 2010**



Fuente: GFI.  
Gráfico: BRC Investor Services

Al discriminar los ET por categorías<sup>15</sup> se observa que la mayor concentración se encuentra en los municipios clasificados en 4, 5 y 6, que representan el 71,43% del total de los ingresos a septiembre de 2012 (Gráfico No 2), hecho previsible dada la forma en la que está estructurado el modelo.

**Gráfico No. 2: Composición de Municipios por Categoría.**



Fuente: DANE  
Cálculos: BRC Investor Services

Resulta relevante recordar que para el año 2011 el 53,63% de los Municipios del país se vieron afectados por el cambio hecho por el Gobierno Nacional, con relación a la distribución de los recursos del SGP-APSB. Esta estructura no fue ajena a dicha situación, lo que se evidenció en una insuficiencia de recursos por parte de dos PAET para cumplir con sus obligaciones contractuales. No obstante, la estructura tuvo la suficiente capacidad de servir

<sup>15</sup> Establecidas por la Ley 617 de 2000.

*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.*

oportunamente con sus obligaciones frente a los Tenedores de Títulos.

De acuerdo con lo registrado en el balance, las inversiones mantenidas por el PAEP a agosto de 2012 ascendían a \$9.094 millones y correspondían a títulos CDT en UVR de Entidades con calificación AAA, situación acorde con los lineamientos establecidos en el prospecto.

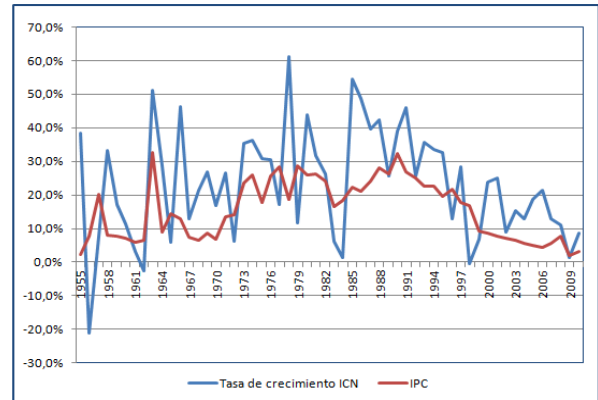
La mayor participación (80,86%) en los activos del Fideicomiso GFI 2010 la tienen los préstamos efectuados y en los pasivos este papel lo asume la emisión de bonos con un 84%.

## 5. ESCENARIOS DE ESTRÉS

Debido a la modificación introducida mediante la Ley 1176 de 2007, existe incertidumbre sobre el crecimiento del SGP transferido por el Gobierno a los ET a partir de 2017, dado que dependerá del comportamiento de los Ingresos Corrientes de la Nación ICN. Como se observa en el Gráfico No 3, la dinámica volátil que ha tenido la tasa de crecimiento de esta variable dificulta su predicción a largo plazo y, aunque tiene una leve correlación con la inflación (0,51), esta no es una variable que explique su comportamiento de forma completa.

Por tal razón, y con el fin de determinar la solidez del modelo financiero de la emisión, este fue sometido a tres escenarios de tensión donde se tomaron diferentes supuestos con relación al crecimiento de los recursos de SGP-APSB y al porcentaje asignado a cada Municipio.

**Gráfico No. 3: Crecimiento ICN e IPC**



Fuente: Banco de la República.  
Cálculos: BRC Investor Services

**Escenario Base:** Se asume un cumplimiento del 95% de los criterios de distribución de la Ley 1176 de 2007 por parte de los ET. A partir de 2017, los recursos de SGP sólo

crecerán en términos reales, proyectando la inflación mediante el modelo Vasicek-CIR. En este escenario se obtienen coberturas mínimas de 1,01 veces para el año 2022. Cabe mencionar que esta cobertura no tiene en cuenta los recursos del fondo de reserva de los bonos.

**Primer Escenario de Estrés:** Se asume que el Ente Territorial solo recibe el 90% de los recursos de SGP-APSB debido al incumplimiento total del criterio de eficiencia administrativa. Los recursos de SGP crecen en términos reales a partir de 2017. El nivel de cobertura de este escenario es en promedio de 1,68 veces, presentando un valor mínimo de 1,46 para el año 2022, que resulta coherente pues en este año la amortización de capital de los bonos es superior a la que deben efectuar los Entes Territoriales. Lo anterior sumado a que para este año en particular se incrementa el porcentaje de amortización de los bonos.

**Segundo Escenario de estrés:** Se asume un incumplimiento total del criterio de eficiencia administrativa y durante cuatro años (2017 al 2022) un decrecimiento progresivo de los recursos del SGP hasta alcanzar una disminución total del 16,8%. Este escenario presenta coberturas mínimas de 1,18 para el año 2022. En opinión de la Calificadora este escenario es poco probable si se tiene en cuenta la voluntad que ha mostrado el Gobierno Nacional en encontrar una alternativa que evite situaciones tales como las de 2011.

**Tercer Escenario de estrés:** Asume un incumplimiento total del quinto criterio de eficiencia y una disminución adicional del 10% en la recepción de los recursos, teniendo en cuenta lo mencionado por el Conpes No. 153 y se proyecta el crecimiento del SGP en términos reales a partir de 2017. En este escenario la cobertura mínima es de 1,27 veces, lo que muestra la capacidad de la estructura para responder adecuadamente a sus obligaciones aún en condiciones económicas desfavorables.

*"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."*

---

*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.*

---

**ESCALAS DE CALIFICACIÓN**

**CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO**

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

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

**Grados de inversión:**

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

**Grados de no inversión o alto riesgo**

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

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