



ALIANZA VALORES S.A.

CALIFICACIÓN INICIAL

Acta Comité Técnico No. 451

Fecha: 14 de junio de 2019

Fuentes:

- Alianza Valores S.A.- Sociedad Comisionista de Bolsa.
- Información de entidades financieras suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Bolsa de Valores de Colombia

Cifras Principales	2018	2017
Activos	137.229	326.538
Pasivos	84.498	270.058
Patrimonio	52.732	56.481
Ingresos	57.406	45.863
Ebitda	9.245	4.894
Utilidad Neta	5.042	2.786
Margen Ebitda	16,10%	10,67%
Ebitda / Patrimonio	17,53%	8,67%
ROE	9,56%	4,93%
ROA	3,67%	0,85%

Todas las cifras financieras son ajustadas o reclasificadas de acuerdo a los estándares de Value and Risk.

* Cifras en millones de pesos y porcentajes.

Miembros Comité Técnico:

Javier Alfredo Pinto Tabini.
Javier Bernardo Cadena Lozano.
Iván Darío Romero Barrios.

Contactos:

Viviana Katherine Páez Pazos
viviana.paez@vriskr.com

Johely Lorena López Areniz
johely.lopez@vriskr.com

Luis Fernando Guevara Otálora.
luisfguevara@vriskr.com

PBX: 57-1 5265977
Bogotá

RIESGO DE CONTRAPARTE	AA+ (DOBLE A MÁS)
PERSPECTIVA	ESTABLE

El Comité Técnico de Calificación de **Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores** asignó la calificación **AA+ (Doble A Más)** al Riesgo de Contraparte de **Alianza Valores S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa**.

La calificación **AA+ (Doble A Más)** otorgada al riesgo de contraparte indica que la estructura financiera, la administración y control de los riesgos, la capacidad operativa, así como la calidad gerencial y el soporte tecnológico de la firma comisionista es alta.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Calificadora utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar mayor graduación del riesgo relativo.

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS DE LA CALIFICACIÓN

Los aspectos que sustentan la calificación de **Alianza Valores S.A.**, son los siguientes:

- **Respaldo y capacidad patrimonial.** Alianza Valores S.A. es una Sociedad Comisionista de Bolsa perteneciente directa o indirectamente a la organización Delima S.A.¹ y Australis Inversiones del Pacífico S.L, de quienes sobresale su respaldo patrimonial y corporativo. Se destacan las sinergias comerciales, operativas, tecnológicas y de administración de riesgos desarrolladas con Alianza Fiduciaria², que le han permitido generar ventajas competitivas en términos de gobernabilidad, direccionamiento estratégico, innovación, plataforma tecnológica, rentabilidad y eficiencia, entre otros.

Cabe anotar que, en junio 2019, se formalizó el cambio en la composición accionaria de la Comisionista, mediante el cual Australis Inversiones del Pacífico S.L. adquirió el 50% de las acciones de Advent International³. Dicho vehículo de inversión está conformado por la firma independiente Australis Partners⁴, quien cuenta con la participación mayoritaria, la inversionista institucional CDPQ⁵ y la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés), con participación minoritaria. Es así como, la Comisionista estima

¹ Grupo económico con una trayectoria de más de 50 años en el sector financiero del País, especializado en inversiones, intermediación de seguros, servicios financieros, servicios legales, entre otros.

² Entidad con la máxima calificación en riesgo de contraparte asignada por Value and Risk Rating S.A., documento que puede ser consultado en www.vriskr.com

³ Participación que ostentaba desde 2014.

⁴ Compañía que administra fondos de capital privado en América Latina, con un foco en los países que hacen parte de la alianza del pacífico (México, Perú, Colombia y Chile).

⁵ Es el segundo fondo de pensiones más grande de Canadá, gestiona planes de pensión y programas de seguros públicos, con activos administrados por más de CAD \$309 billones.



que el cambio accionario favorecerá la adopción de mejores prácticas en términos de transferencia de conocimiento y sinergias, especialmente para la administración de portafolios.

En este sentido, **Value and Risk** hará seguimiento a los impactos que dicha modificación genere sobre la operación, así como a las ventajas competitivas que se creen, en términos de ampliación de la oferta de valor (local y extranjera), dada la experiencia de las entidades adquirientes en el mercado internacional.

Por otra parte y acorde con las exigencias normativas, durante el último año, Alianza Fiduciaria y Alianza Valores se registraron como Grupo Financiero ante la SFC, con situación de control por parte de la primera. Por tal razón, se hicieron cambios en la estructura organizacional, se fortaleció la gestión de riesgos y redefinió las políticas de asignación de costos, con el fin de darle claridad al regulador y robustecer su posicionamiento operativo, administrativo y financiero, aspecto que contempló adicionalmente, la reversión de la inversión que la Comisionista había realizado en la Fiduciaria⁶

A febrero de 2019, Alianza Valores se consolidó como la séptima comisionista en el País por nivel patrimonial, con \$53.000 millones y una disminución interanual de 11,22%, explicada, en su mayoría, por la reducción en el superávit de capital (-68,41%)⁷ y las reservas (-9,46%)⁸, aunque compensado por el aumento en el resultado de ejercicios anteriores (+80,97%)⁹. Por su parte, se evidenció un aumento de 48,83% en el patrimonio técnico que totalizó \$44.536 millones, frente a los \$29.925 millones del mismo mes de 2018, acorde con la reversión de la inversión en Alianza Fiduciaria¹⁰.

En línea con lo anterior, el nivel de solvencia se ubicó en 52,89%, con un incremento interanual de 4,14 p.p. que, si bien se situó por debajo de los resultados del sector (74,56%) y los pares¹¹ (82,54%), mantiene su cumplimiento y holgura respecto al límite regulatorio (9%).

En opinión de **Value and Risk**, Alianza Valores cuenta con una estructura patrimonial sólida y suficiente para apalancar el desarrollo de la operación, lo que sumado al respaldo de sus accionistas y el trabajo conjunto con la Fiduciaria, robustece su eficiencia operacional y oferta de valor, en pro de la rentabilidad, competitividad y sostenibilidad del negocio, así como en su capacidad para cubrir la posible materialización de riesgos adversos. No obstante, hará seguimiento a los efectos del cambio en la composición accionaria,

⁶ En 2017 Alianza Valores realizó una inversión de capital por \$10.000 millones en la Fiduciaria, cuyo capital fue readquirido por los principales accionistas.

⁷ Relacionado con una menor valorización de los instrumentos financieros medidos a valor razonable que afectaron las ganancias no realizadas (ORI), especialmente ocasionado por la desinversión en Alianza Fiduciaria.

⁸ Entre febrero de 2018 y 2019, pasaron de \$34.820 millones a \$31.527 millones, acorde con la liberación de reservas ocasionales (-19,48%), dado el reparto de dividendos.

⁹ Correspondiente al resultado neto de la vigencia anterior, el cual fue distribuido acorde con la decisión de la Asamblea General de Accionistas, en marzo de 2019.

¹⁰ Impacto que se generó en 2017, teniendo en cuenta la asimetría en el cálculo del capital primario y las deducciones al patrimonio técnico, relacionadas con inversiones patrimoniales.

¹¹ BTG Pactual S.A. y Corredores Davivienda S.A.



con el fin de validar el impacto sobre su estructura patrimonial y financiera y por tanto, sobre la calificación.

- **Posicionamiento y direccionamiento estratégico.** En línea con el enfoque estratégico definido, Alianza Valores desarrolla sus actividades comerciales y de penetración de producto en sinergia con Alianza Fiduciaria, lo que le otorga una ventaja competitiva al tener la posibilidad de profundizar sus líneas de negocio y realizar la venta cruzada de sus productos. En este sentido, cuenta con una base diversificada e innovadora de servicios ofrecidos a nivel local e internacional.

A diciembre de 2018, se situó como la sexta y séptima comisionista por nivel de activos e ingresos por comisiones, respectivamente. Adicionalmente, en los mercados de renta fija y variable ocupó el quinto y noveno puesto, con una participación sobre el volumen total transado de 9,2% y 3,9%, en su orden. Por su parte, a marzo de 2019, continúa ostentando su posicionamiento entre los primeros seis puestos en la realización de operaciones del mercado monetario, con el 8,7% en repos y el 13,3% en simultáneas.

Alianza Fiduciaria cuenta con una amplia oferta de alternativas de inversión conformada por fondos de inversión colectiva (FICs), vehículos de inversión en activos inmobiliarios, un fondo de pensiones voluntarias y fondos de capital privado (FCP), los cuales son distribuidos por la Comisionista¹² pero administrados por la Fiduciaria. Asimismo, sobresale por mantener una de las tres mejores áreas de investigaciones económicas a nivel nacional¹³, cuya gestión se soporta en una plataforma transaccional y de consulta, un portal de negociación en el mercado accionario y una aplicación móvil, además de generar informes para sus diferentes grupos de interés. Dichos aplicativos facilitan también el acceso y control de la información, permiten vincular clientes de manera ágil y consultar los reportes sobre las operaciones realizadas.

Value and Risk pondera el proyecto de mejoramiento continuo implementado tanto en la Comisionista como en la Fiduciaria, denominado programa “Armonía”, fundamentado en la renovación tecnológica de la operación, con un presupuesto de inversiones para 2018-2020 cercano a los USD \$10 millones. En este sentido, durante el último año, Alianza Valores se benefició del fortalecimiento de la plataforma tecnológica, los canales digitales, las herramientas de autogestión de los clientes (a través de la página web), la atención a los usuarios y la estandarización de los procesos. Lo anterior, con el fin de mejorar el servicio prestado, reducir y atender oportunamente las quejas, incrementar los niveles de eficiencia y disminuir los riesgos.

¹² Mantiene un contrato mediante el cual recibe una comisión por referir clientes y realizar la promoción de los fondos de Alianza Fiduciaria.

¹³ En 2019, Alianza Valores obtuvo seis premios otorgados por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).



Adicionalmente, con el objetivo de incrementar su oferta de valor y alcanzar las metas de consolidación de ingresos recurrentes, en el corto plazo estima comercializar los nuevos fondos de inversión de Alianza Fiduciaria e implementar el enrutador de órdenes de acciones, para clientes en el exterior. Igualmente, con la culminación de los proyectos tecnológicos y operativos, continuar mejorando la experiencia del cliente y aumentar su competitividad, en beneficio del crecimiento del negocio y de su rentabilidad.

- **Activos administrados (AUM).** A febrero de 2019, los activos administrados por Alianza Valores alcanzaron \$3,31 billones, con un crecimiento interanual de 13,24%, en línea con el plan estratégico, el desarrollo de la operación y el incremento cercano al 6% en el número de clientes.

Respecto a su composición, las cuentas discrecionales¹⁴ continúan siendo las más representativas, con una participación de 57,17% del total de los AUM a febrero de 2019 y un aumento interanual de 4,91%, distribuidas en el portafolio de acciones (48,08%), renta fija (42,83%) e internacional (9,08%). Mientras que los FIC¹⁵ y los APTs¹⁶ representaron el 41,27% y el 1,56%, con variaciones de +28,72% y -10,82%, respectivamente. Al respecto, la Calificadora valora el incremento evidenciado en los fondos, gracias a la mayor penetración de clientes en el Fondo Abierto y en el Fondo Abierto con Pacto de Permanencia CxC.

En línea con su enfoque estratégico, Alianza Valores mantenía una baja concentración en relación a sus veinte principales clientes, pues abarcaron cerca del 22% del total de AUM. Asimismo, se destaca la participación del más grande, toda vez que no supera el 6%, aspectos ponderados por la Calificadora, pues denotan los esfuerzos por lograr una base sólida y diversificada de clientes, mantener adecuados niveles de atomización y mitigar los riesgos asociados.

Value and Risk resalta el crecimiento de los AUM, en especial de los fondos, en los que se evidencia la consolidación de sus planes comerciales, así como la profundización de las sinergias con la Fiduciaria, a fin de fortalecer su estructura financiera y transformar la estrategia de negocio. Asimismo, pondera la innovación permanente en productos y servicios, aspectos que le permiten fortalecer su oferta de valor, la fidelización de los clientes, el crecimiento de la operación y por ende, de su calidad como administrador de activos y como contraparte.

- **Evolución de los ingresos.** Al cierre de 2018, los ingresos operacionales ascendieron a \$57.406 millones, con un aumento anual de 25,17%. De estos, los más representativos son los de posición propia y por comisiones, rubros que participaron con el 50,12% y 49,77% del total, respectivamente.

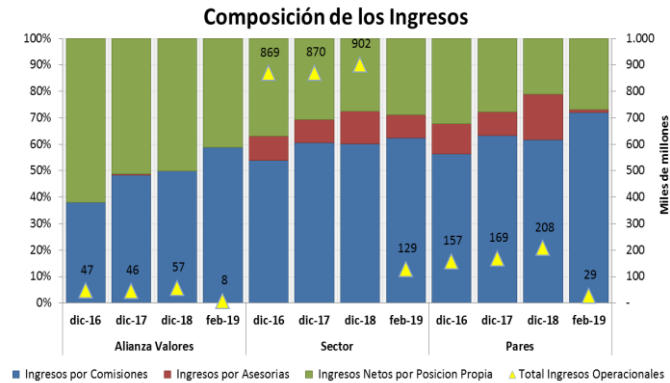
¹⁴ Corresponden a aquellas operaciones ordenadas directamente por el cliente.

¹⁵ Clientes de Alianza Valores que invierten en los fondos de Alianza Fiduciaria.

¹⁶ Administración de portafolio de terceros.

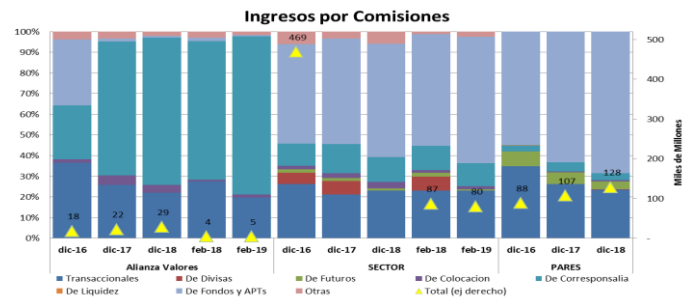


COMISIONISTAS DE BOLSA



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

Al respecto, las comisiones de Alianza Valores se incrementaron 28,75%, al ubicarse en \$28.572 millones y cuya dinámica la situó como la séptima comisionista con mayor crecimiento en dichos ingresos dentro del sector. De estas, los contratos por correspondencia representaron el 71,24%, con una variación de +41,86%, gracias al modelo de venta cruzada con Alianza Fiduciaria, mientras que las transaccionales el 22,11%, con una disminución en la participación frente al año anterior (dic-17: 25,89%) y un incremento anual de 9,89%.



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

Por su parte, los ingresos por posición propia registraron una variación de +22,23%, frente al -6,97% del sector y -7,05% de los pares. Lo anterior, gracias a la venta y valoración de inversiones. No obstante, dada la naturaleza de dichos ingresos y sus impactos sobre el total, en opinión de la Calificadora, es importante que la Comisionista mantenga el robustecimiento continuo de la estrategia de inversión, en pro de responder oportunamente a los cambios del mercado y continuar con la senda positiva de sus ganancias.

Entre febrero de 2018 y 2019, los ingresos operacionales disminuyeron 13,23% hasta alcanzar \$7.849 millones, nivel inferior a la dinámica del sector (-2,42%) y pares (+1,34%), aunque acorde con la evolución de los ingresos por posición propia (-30,34%), los cuales representaron el 41,08%. Esto, a razón de la mayor volatilidad del



mercado y una migración a inversiones con menor grado de especulación, en línea con la estrategia definida por la Sociedad.

Value and Risk destaca los esfuerzos de la Comisionista para incrementar los ingresos y fortalecer la porción recurrente, aspectos que limitan la exposición al riesgo, contribuyen a la estabilidad en su estructura de ingresos y a su posición como contraparte. Igualmente, considera que esta dinámica se mantendrá en la medida de que se continúen ejecutando las estrategias dirigidas a la penetración de mercado, la consecución y fidelización de los clientes y la construcción de un portafolio diversificado de productos y servicios.

- **Rentabilidad y eficiencia.** Al cierre de 2018, la utilidad neta de Alianza Valores se ubicó en \$5.042 millones, con un crecimiento anual de 80,97%, gracias al aumento de los ingresos operacionales (25,17%) y la gestión oportuna de sus gastos¹⁷ (+17,02%), favorecidos por las acciones encaminadas a optimizar los procesos. Dicha situación impactó en el margen *Ebitda*¹⁸ que ascendió a 16,10% (+5,43 p.p.), frente al 20,26% del sector y el 20,46% de los pares, a la vez que contribuyó con el mejor desempeño del indicador de eficiencia¹⁹, el cual se redujo a 87,18% (dic-17: 93,25%). No obstante, se mantuvo por encima del sector (86,46%) y del grupo comparable (86,08%).

Asimismo, se evidenció un mejor comportamiento de los indicadores de rentabilidad, ROE²⁰ y ROA²¹, que ascendieron a 9,56% y 3,67%, respectivamente, niveles con los cuales Alianza Valores superó el promedio de los últimos dos años, el del sector y los pares. Al respecto, la Calificadora destaca los esfuerzos de la Comisionista por mantener la dinámica de crecimiento y fortalecer la rentabilidad. Es así como, a diciembre de 2018, ocupó el décimo puesto por niveles de rentabilidad, entre las veintiuna comisionistas del país.

	Alianza Valores					SECTOR		PARES	
	dic-16	dic-17	dic-18	feb-18	feb-19	dic-18	feb-19	dic-18	feb-19
ROE	8,44%	4,93%	9,56%	6,08%	2,91%	8,35%	3,32%	9,94%	9,77%
ROA	1,86%	0,85%	3,67%	2,23%	0,61%	2,33%	0,80%	2,55%	1,52%
Margen Neto	9,94%	6,08%	8,78%	6,53%	3,24%	10,00%	4,60%	10,35%	12,02%
Margen Ebitda	15,71%	10,67%	16,10%	11,96%	13,69%	20,26%	13,65%	20,46%	17,51%
Ebitda/Patrimonio	13,34%	8,67%	17,53%	11,38%	12,80%	16,90%	10,12%	19,65%	14,49%
Eficiencia operacional	88,43%	93,25%	87,18%	91,42%	96,12%	86,46%	96,15%	86,08%	91,14%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia
Cálculos: Value and Risk Rating

Por su parte, a febrero de 2019, el margen *Ebitda* se ubicó en 13,69%, con un crecimiento interanual de 1,73 p.p., a pesar de la disminución de los ingresos operacionales (-13,23%) respecto a los gastos operacionales (-8,77%), que afectó el resultado neto. Este, totalizó \$245 millones, frente a los \$590 millones de febrero de 2018, razón por la que, al cierre del mes, se observó un menor desempeño de la

¹⁷ Conformados principalmente por gastos de personal (37,71%), bonificaciones y otros beneficios (24,84%) y servicios de administración e intermediación (11,19%).

¹⁸ *Ebitda* / ingresos operacionales.

¹⁹ Gastos operacionales / ingresos operacionales.

²⁰ Utilidad neta / patrimonio.

²¹ Utilidad neta / activo.



rentabilidad del patrimonio y del activo (2,91% y 0,61%), comparado con los de su grupo de referencia (sector: 3,32% y 0,8%; pares: 9,77% y 1,52%), aunque con niveles de eficiencia operacional equiparables a los de la industria.

Value and Risk resalta el crecimiento continuo de la operación, aspecto que refleja la capacidad de Alianza Valores para cumplir con los planes estratégicos establecidos y garantizar el fortalecimiento del negocio, en beneficio de su calidad como contraparte. En este sentido, sobresalen los esfuerzos de la Comisionista por mantener destacables indicadores de rentabilidad al cierre de cada vigencia, así como de llevar a cabo modificaciones estructurales y de procesos que le permitan alcanzar y cumplir con los presupuestos establecidos. Sin embargo, mantiene el reto de continuar optimizando su política de control de costos y gastos, en relación a sus ingresos, de tal manera que favorezca el desempeño de su operación y por ende, la senda de generación de utilidades.

- **Liquidez.** Acorde con la naturaleza del negocio, las comisionistas se caracterizan por mantener una alta liquidez, principalmente, en operaciones de fondeo del mercado monetario. Esto, se evidencia en la liquidez con y sin fondeo del sector que, a diciembre de 2018, alcanzaron un 84,20% y 19,51%, respectivamente.

Al respecto, Alianza Valores registró niveles de liquidez cercanos al 70,86% y 20,04%, respectivamente, inferiores a los de sus pares (81,38% y 13,39%), debido a las menores posiciones en operaciones simultáneas pasivas, mientras que el activo libre²² totalizó 9,29%, superior al 7,08% del grupo par. Por su parte, a febrero de 2019, dichos indicadores se situaron en 76,70% y 10,90%, que continúan en una adecuada posición respecto a sus comparables²³, aunque superiores a los del mismo mes del año anterior²⁴, como resultado del incremento en su portafolio de inversiones.

Value and Risk pondera la capacidad de la Comisionista para responder a sus obligaciones de corto plazo, situación que se evidencia en las relaciones de capital de largo plazo sobre activo corriente y activos sin fondeo, los cuales a febrero de 2019 se situaron en 14,77% y 38,35%. Este último, por encima del sector (36,59%) y los pares (24,96%).

De otro lado, la entidad cuenta con una política claramente definida para la administración del riesgo de liquidez que contempla, entre otros, el cálculo del IRL²⁵, el monitoreo de las brechas de liquidez, pruebas de *back* y *stress testing*, planes de contingencia para afrontar escenarios excepcionales o de crisis y control de límites por línea de negocio. Al respecto, la Calificadora pondera el cumplimiento del límite regulatorio e interno (razón IRL de 1 vez (x) y 1,2 veces,

²² (Activo líquido - pasivo) / total activo.

²³ Sector: 84,77% y 16,29%. Pares: 87,65% y 6,97%.

²⁴ A febrero de 2018, los indicadores de liquidez con fondeo y sin fondeo se ubicaron en 63,14% y 9,47%, en su orden.

²⁵ Indicador de Riesgo de Liquidez.



respectivamente), lo que se refleja en indicadores para la banda de uno y siete días de \$13.271 millones y \$6.230 millones y una razón de 5,04x y 1,6x, respectivamente.

Adicionalmente, se destaca que la Comisionista cuenta con fuentes de fondeo adicionales tales como: recursos diarios en las cuentas administrativas por \$1.000 millones, cupos de tesorería y sobregiro *intraday* adquiridos con la banca local, los cuales fortalecen su capacidad para responder a los requerimientos y cumplir con los mínimos establecidos. Si bien la Calificadora valora los mecanismos para el control y monitoreo de la liquidez, considera indispensable que se continúen fortaleciendo y automatizando los procesos de seguimiento de límites y políticas, en pro de garantizar el cumplimiento permanente de sus compromisos.

Por otra parte, sobresalen los menores niveles de aplacamiento²⁶ frente a la industria que, a diciembre de 2018 y febrero de 2019, se situaron en 1,6x y 3,7x, respectivamente, inferior a los resultados de los pares (2,9x y 5,2x) y cercanos al promedio del sector (2,6x y 3,1x). Aspecto ponderado por la Calificadora, ya que le otorga una mayor flexibilidad financiera y es acorde con la estrategia de la Sociedad de disminuir sus niveles de especulación, en beneficio de la generación recurrente de ingresos y utilidades.

- **Portafolio de inversiones.** A febrero de 2019, el portafolio de Alianza Valores ascendió a \$212.521 millones y el disponible a \$2.697 millones. Frente al mismo mes de 2018, las inversiones se incrementaron en 60,49%, como resultado, principalmente, de mayores operaciones simultáneas, mientras que el disponible se redujo en 69,02%. Al respecto, se destaca que el portafolio se encuentra concentrado en activos de alta calidad, principalmente títulos del Gobierno Nacional, acorde a su perfil de riesgo y estrategia de inversión.

En este sentido, el VaR²⁷ regulatorio se ubicó en \$6.676 millones y se incrementó interanualmente en 34%, mientras que a marzo de 2019, se redujo a \$6.404 millones. Por su parte, el VaR gerencial ascendió a \$529 millones y cumplió con el límite definido (\$913 millones). **Value and Risk** destaca que la Comisionista cuenta con diferentes límites de VaR y alertas tempranas para cada una de las mesas de posición propia, aspecto que fortalece la gestión de riesgos y minimiza la materialización de pérdidas.

Respecto al proceso de toma de decisiones y mecanismos de gestión, Alianza Valores cuenta con un Comité de Riesgos que determina las acciones a implementar ante escenarios adversos. Igualmente, soporta su operación a través de los sistemas MEC²⁸, SEN²⁹, X-Stream y Bloomberg, así como en un equipo de trabajo con una alta experiencia en el sector, quienes soportados en los informes del área de

²⁶ Pasivo / patrimonio.

²⁷ Valor en riesgo, por sus siglas en inglés.

²⁸ Mercado Electrónico Colombiano.

²⁹ Sistema Electrónico Colombiano.



investigaciones económicas, fortalecen el proceso, en pro de la generación de valor.

- **Gestión de riesgos.** Alianza Valores cuenta con los diferentes sistemas de administración de riesgos (SARs) bajo los criterios definidos por la SFC. En este sentido, mantiene una estructura y políticas para la identificación, medición, control y monitoreo de los riesgos que, en conjunto con una adecuada segregación de funciones en las áreas de *front*, *middle* y *back office*, mitiga la materialización de eventos adversos asociados a la administración de recursos de terceros. Asimismo, dispone de un adecuado recurso humano y tecnológico que garantiza el funcionamiento efectivo de la operación.

La estructura de administración de riesgo es liderada por la Junta Directiva, apoyada por la Auditoría Interna y la Revisoría Fiscal, órganos encargados de la verificación periódica del cumplimiento de las normas y lineamientos, acorde con los objetivos estratégicos y directrices de control interno, mientras que la gestión interna está en cabeza de la Vicepresidencia de Riesgos, unidad en sinergia con Alianza Fiduciaria, aunque con personal de dedicación exclusiva para la Comisionista.

Durante 2018, Alianza Valores y Alianza Fiduciaria realizaron diferentes cambios encaminados a la gestión integral de riesgos. En línea con lo anterior, implementó las herramientas Aris, para gestión de riesgo operativo, y Risko Management para la valoración, medición, control y gestión de riesgos financieros. Asimismo, llevó a cabo la actualización del manual de riesgo de mercado, inició el proceso de implementación del Sarfc³⁰ y cumplió con los requerimientos de Seguridad de la Información definidos en la regulación.

Value and Risk pondera el constante fortalecimiento y optimización de los diferentes sistemas, situación que contribuye a mitigar los riesgos a los que se ve expuesta la Comisionista en el desarrollo de su operación, a la vez que favorecen el continuo mejoramiento de la operación y garantizan el cumplimiento normativo.

Adicionalmente, se destacan las buenas prácticas de gobierno corporativo, los mecanismos de control interno y auditoría, así como la estructura organizacional de la Comisionista, en pro de optimizar su rentabilidad, con el menor riesgo posible, y adoptar oportunamente los cambios de regulación y del entorno.

En este sentido, de acuerdo con la lectura de los informes de Revisoría Fiscal y de Auditoría Interna, así como de las actas de los órganos de administración, la Calificadora no evidenció hallazgos o recomendaciones materiales que puedan implicar incrementos significativos en los niveles de riesgo de la Comisionista o afectar su posición como contraparte. Sin embargo, se observaron algunas oportunidades de mejora tendientes a fortalecer la gestión contable,

³⁰ Sistema de Administración de Riesgos de Fraude y Corrupción.



actualización de la información de clientes y de documentos de procesos, cuyos planes de acción están en implementación. Asimismo, realizó las mejoras correspondientes a las recomendaciones de la SFC y la AMV³¹.

- **Contingencias.** De acuerdo con la información suministrada por Alianza Valores, en su contra cursan tres procesos con pretensiones por valor de \$630 millones, catalogados como eventuales (47,58%) y remotos (52,42%), para los cuales no se registran provisiones.

En opinión de **Value and Risk** dichos procesos no representan un riesgo significativo para la estabilidad financiera y patrimonial de la Comisionista. Sin embargo, debe mantener los mecanismos de monitoreo y control, a fin de anticiparse a los cambios en el perfil jurídico de los procesos que puedan impactarla.

³¹ Autorregulador del Mercado de Valores.



PERFIL DE LA COMISIONISTA

Alianza Valores S.A. es una comisionista de bolsa constituida en 1957 como sociedad de naturaleza privada que pertenece al Grupo Financiero Alianza³², en conjunto con Alianza Fiduciaria. Al cierre de 2018, contaba con ocho oficinas a nivel nacional³³.

Su objeto social es el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores inscritos en la Bolsa de Valores y en el Registro Nacional de Valores y Emisores, la intermediación en la colocación de títulos, la ejecución de operaciones por cuenta propia, la administración de valores de sus comitentes y portafolios de terceros, la prestación de asesoría en actividades relacionadas con el mercado de capitales y las demás análogas que autorice la Superintendencia Financiera de Colombia.

Es de anotar que, al cierre de febrero de 2019, se presentó un cambio a la estructura de propiedad, acorde con los movimientos de los accionistas minoritarios³⁴. Asimismo, en junio de 2019 se formalizó la adquisición de la participación del FCP Advent International por parte de Australis Inversiones del Pacífico S.L. En este sentido, la composición accionaria quedó distribuida entre dicho vehículo de inversión y la Organización Delima, con un 50% cada uno (directa o indirectamente).

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

La estructura organizacional de la Comisionista es acorde al tamaño y complejidad del negocio. En este sentido, comprende una apropiada segregación de funciones en las áreas de *front*, *middle* y *back office*, en línea con los requerimientos del ente regulador y las buenas prácticas.

La Junta Directiva está conformada por seis miembros principales, con sus respectivos suplentes, de los cuales tres son independientes y

³² Formalizado a partir de diciembre de 2018.

³³ Su domicilio principal es la ciudad de Bogotá y opera en las ciudades de Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Bucaramanga, Cartagena, Manizales y Pereira.

³⁴ La entidad Prima Holdings S.A. ingresó como nuevo accionista y adquirió parte de las acciones de Inversiones Ajar y Cia S.C.A., Roberto Arango Delgado, Fernando Cruz Lozada y Moreno Restrepo & Cia.

los demás, están distribuidos en números iguales entre sus principales accionistas. Al respecto, se destaca su formación, profesionalismo y trayectoria, aspectos que robustecen el proceso de toma de decisiones.

Gracias al proceso de registro como Grupo Financiero, durante el último año, la estructura organizacional tuvo diferentes ajustes. En este sentido, se creó la Presidencia Ejecutiva del Grupo y dos *head* independientes para Alianza Valores y Alianza Fiduciaria. Asimismo, fusionó la Vicepresidencia de Estrategia e Inversiones y reestructuró el área de Recursos Humanos, con el objetivo de darle un mayor alcance a la gestión del talento humano.

A diciembre de 2018, mantenía una planta de personal a su cargo cercana a las 197 personas, en las diferentes áreas. No obstante, el Grupo Alianza contaba con más de 1.300 funcionarios.

POSICIONAMIENTO

Alianza Valores ha logrado mantener un portafolio de productos y servicios con diferentes opciones de inversión, gracias a las sinergias desarrolladas con Alianza Fiduciaria.

Acorde a lo anterior, cuenta con una base de clientes creciente, de los cuales cerca del 54% corresponden a los que participan en FICs, seguido del 37% en portafolios de acciones³⁵.

Sobresale su capacidad de generación de ingresos y bajos niveles de apalancamiento lo que le ha permitido mantener la generación de niveles de rentabilidad constantes y competitivos frente a la industria.

FORTALEZAS Y RETOS

Fortalezas

- Experiencia y trayectoria en el mercado.
- Respaldo patrimonial y corporativo de sus accionistas.
- Holgados niveles de solvencia que le permite apalancar el crecimiento estimado de la operación y cubrir pérdidas no esperadas.
- Aprovechamiento de economías de escala gracias a las sinergias con Alianza Fiduciaria.

³⁵ Porcentaje según nivel de AUM.



- Acceso a clientes internacionales y desarrollo constante de productos.
- Amplio portafolio de productos y servicios que se adecuan a las necesidades y perfil de riesgo de sus clientes.
- Crecimiento sostenido de los ingresos en los últimos años.
- Equipo profesional especializado y con experiencia en el mercado.
- Sistemas de administración de riesgos sólidos, ajustados a la norma vigente y en continuo proceso de mejora.
- Procesos de inversión soportados por el área de estrategia e investigaciones económicas.

Retos

- Cumplir adecuadamente y en los tiempos establecidos con los objetivos definidos en la planeación estratégica, a fin de mejorar sus niveles de eficiencia, rentabilidad y posición de mercado.
- Culminar con los proyectos encaminados a la transformación tecnológica, con el fin de fortalecer la automatización de procesos y soportar el crecimiento proyectado.
- Mantener los indicadores de rentabilidad y eficiencia acordes a los del sector y los pares.
- Continuar fortaleciendo las estrategias de diversificación de ingresos por productos, en pro de su competitividad en el mercado.
- Potencializar los niveles de *Ebitda* y margen *Ebitda* hasta ubicarlos en niveles similares al promedio del sector y entidades pares.
- Continuar disminuyendo los niveles de eficiencia operacional.
- Mantener los mecanismos de monitoreo y control sobre los procesos contingentes, a fin de anticiparse a los cambios en su perfil de riesgo.

ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

Riesgo de crédito y contraparte. En cumplimiento a lo establecido por la SFC, Alianza Valores cuenta con el SARiC³⁶, mediante el cual se realiza el análisis de variables cualitativas y cuantitativas de emisores y contrapartes para la asignación de cupos. En este sentido, lleva a cabo una revisión de aspectos como la solvencia, liquidez patrimonial,

³⁶ Sistema de Administración de Riesgo de Contraparte.

probabilidad de incumplimiento, entre otros indicadores, con el fin de determinar las contrapartes admisibles para operar en cada línea de negocio y los montos correspondientes. Estos cupos son aprobados por el Comité de Riesgos y la Junta Directiva. Adicionalmente, modificó las instancias de pre aprobación con el fin de incrementar la eficiencia.

Por su parte, la Comisionista cuenta con límites establecidos y parámetros de concentración de portafolio, así como de diversificación y calidad de emisores, que son monitoreados continuamente por la Gerencia de Riesgos de Mercado y Liquidez. Para ello, se apoya en los sistemas de registro e información, además del aplicativo GML.

Por su parte, la gestión de las cuentas de margen de clientes y la suficiencia de recursos para garantizar las operaciones son soportadas con mecanismos como tableros de control, revisión periódica de cupos, puntos de control previos al cierre de operaciones, entre otros.

Riesgo de mercado y liquidez. La Comisionista cuenta con el Sistema de Administración de Riesgo de Mercado y Liquidez, en cumplimiento a los requerimientos establecidos por la SFC, los cuales se encuentran en constante monitoreo.

Para la administración de riesgo de mercado cuenta con una metodología interna, en adición a la regulatoria, que le permite fortalecer la estimación de la exposición de riesgo y soportar la toma de decisiones de inversión. Dicha metodología está fundamentada en el modelo estadístico *Ewma*³⁷ y contribuye al control y monitoreo de la exposición de riesgo durante las jornadas de negociación.

Asimismo, la Comisionista mantiene niveles máximos de exposición al riesgo de mercado aprobados por la Junta Directiva. Para 2018, la sumatoria de los niveles aprobados a cada mesa de posición propia ascendía a \$1.760 millones. Sin embargo, por disposición interna, la Junta Directiva estableció un sub-límite de \$968 millones, lo que equivale el 55% del nivel autorizado.

Cabe mencionar que, para 2019, modificó esta política con el fin de tener una posición más conservadora. En este sentido, disminuyó la

³⁷ *Exponentially Weighted Moving Average*



máxima exposición admisible a \$1.540 millones, incrementó el sub-límite de exposición global a \$1.001 millones (65%) y determinó una máxima pérdida por mesa, tanto para un día como para un mes de 55%, entre otros.

Respecto al manual de SARM, la entidad ajustó la metodología para la aplicación de ejercicios de estrés y la fórmula de relación de solvencia, asimismo, modificó algunas políticas del portafolio de posición propia y el plazo máximo para el vencimiento de repos.

Por su parte, para la cuantificación del riesgo de liquidez, calcula el IRL para la banda diaria y de siete días, acorde con lo establecido por la SFC. Igualmente, soporta la medición de este riesgo con una metodología gerencial y un sistema de anillos de seguridad para atender integralmente los requerimientos de liquidez de posición propia y de terceros.

Sobresale que, durante el último año, Alianza Valores implementó el sistema de gestión de riesgos Risko, el cual permite incrementar los estándares de gestión de riesgos para mercado, liquidez y de contraparte, gracias a que facilita la elaboración de reportes gerenciales, la valoración de portafolios, la medición de los riesgos, así como la aplicación de ejercicios de simulación y tensión con diversos escenarios.

[SARO³⁸ y Sarlaft³⁹](#). El Sistema de Administración de Riesgo Operativo de Alianza Valores es gestionado a través de la Dirección de Riesgo Operativo. Durante 2018, la Comisionista registró veintidós eventos de riesgo tipo A⁴⁰ por valor de \$21,3 millones, asociados principalmente con la ejecución de procesos.

Se destaca el fortalecimiento del SARO en el último año, que incluyó la puesta en operación de la herramienta tecnológica Aris, la cual permite llevar a cabo la gestión integral del riesgo, estandarizar procesos por productos, dar transparencia al negocio, disminuir los costos e incrementar la eficiencia. De esta manera, **Value and Risk** pondera las actividades desarrolladas

tenientes a optimizar los mecanismos para mitigar los riesgos, en beneficio del negocio.

Adicionalmente, Alianza Valores cuenta con un Plan de Continuidad del Negocio (PCN), el cual se fortaleció a través de pruebas al plan de recuperación de desastres y al centro alterno de operaciones, con el fin de garantizar la continuidad de la operación en caso de algún evento interrumpa la marcha del negocio.

Por su parte, para la medición, identificación, control y monitoreo del Sarlaft, la Comisionista cuenta con señales de alerta, segmentación de los factores de riesgos, procesos robustos de vinculación y validación de los clientes en listas restrictivas y una adecuada infraestructura tecnológica.

GOBIERNO CORPORATIVO Y MECANISMOS DE CONTROL

Alianza Valores cuenta con apropiados mecanismos de Gobierno Corporativo y Ética, los cuales comprenden la estructura de administración, roles y responsabilidades claramente definidos, órganos de control internos y externos, al igual que los parámetros de conducta a seguir y una guía para resolver conflictos de interés.

Respecto a la lectura de los informes de Revisoría Fiscal, Auditoría Interna y las actas de los órganos de administración no se evidenciaron elementos que puedan afectar la calidad como contraparte, ni recomendaciones trascendentales que afecten el desarrollo de la operación.

³⁸ Sistema de Administración de Riesgo Operativo.

³⁹ Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo.

⁴⁰ Generan pérdidas e impactan los estados de resultados.

ALIANZA VALORES Estados Financieros						SECTOR					PARES				
BALANCE (cifras en \$ millones)	NIIF dic-16	NIIF dic-17	NIIF dic-18	NIIF feb-18	NIIF feb-19	NIIF dic-16	NIIF dic-17	NIIF dic-18	NIIF feb-18	NIIF feb-19	NIIF dic-16	NIIF dic-17	NIIF dic-18	NIIF feb-18	NIIF feb-19
ACTIVOS	251.568	326.538	137.229	160.450	250.643	3.005.049	4.241.836	3.869.610	5.168.599	4.432.484	547.452	1.438.049	841.325	2.041.862	1.362.585
<i>Disponible</i>	6.763	4.675	7.902	8.705	2.697	385.043	377.120	481.593	331.313	465.715	69.541	75.594	73.170	62.067	67.128
<i>Inversiones</i>	230.851	302.863	106.208	132.417	212.521	2.281.380	3.518.793	3.048.096	4.503.248	3.596.838	395.794	1.273.287	673.624	1.891.794	1.194.628
<i>Negociables - Deuda</i>	18.737	14.575	13.696	3.788	15.625	167.181	153.957	172.028	175.759	132.607	24.367	12.548	32.729	18.909	17.376
<i>Negociables - Patrimoniales</i>	962	1.106	5.327	2.295	8.627	100.466	113.768	77.330	129.863	125.736	9.993	9.085	3.309	7.011	10.146
<i>Disponibles para la venta - Patrimoniales y A Valor Patrimonial</i>	1.659	15.900	2.778	18.717	2.793	35.776	52.831	57.525	71.474	55.733	2.119	2.203	4.156	4.005	4.235
<i>Entregados en Simultaneas y Repos Pasivas (Derechos)</i>	66.501	226.528	58.086	64.417	161.341	1.264.050	2.104.891	1.967.114	2.691.662	2.165.320	182.043	766.771	509.876	1.375.931	695.169
<i>Entregados en Garantia para Derivados</i>	21.271	17.111	14.044	20.849	20.087	108.223	134.094	136.283	134.297	168.167	22.244	44.142	49.235	58.487	54.177
<i>Recibidos en Simultaneas Repos y TTVs Activas (Compromisos)</i>	121.339	27.338	12.229	22.101	3.957	509.493	846.354	560.131	1.176.670	868.204	151.260	432.299	65.615	420.355	404.550
<i>Deudores</i>	11.630	14.837	18.570	15.458	19.542	234.303	249.711	239.375	238.295	222.741	47.662	58.841	64.339	57.917	61.129
<i>Propiedades Y Equipo</i>	822	2.975	3.280	2.867	14.771	37.969	35.608	33.179	34.407	77.358	12.953	10.053	8.005	9.575	18.602
<i>Intangibles</i>	449	640	550	581	524	19.981	19.637	20.813	19.358	20.184	5.579	4.708	4.222	4.495	4.015
<i>Diferidos</i>	1.054	548	718	422	587	45.890	40.501	43.556	41.428	46.505	15.757	15.399	17.798	15.848	16.916
PASIVOS	196.057	270.058	84.498	100.752	197.643	1.990.262	3.212.913	2.789.068	4.119.212	3.349.229	365.754	1.238.758	625.115	1.838.380	1.143.391
<i>Obligaciones Financieras y del Mercado Monetario</i>	187.837	261.488	72.441	92.009	190.087	1.736.551	2.943.779	2.508.265	3.850.820	3.095.652	326.870	1.196.969	572.037	1.808.482	1.110.644
<i>Compromisos por Simultaneas, Repos, TTVs Pasivas</i>	187.837	253.780	59.968	66.005	163.073	1.404.025	2.405.695	2.161.316	3.298.216	2.422.756	201.821	800.178	536.924	1.541.720	836.878
<i>Compromisos por Operaciones en Corto</i>	-	-	9.768	20.103	1.862	306.246	497.287	304.652	489.480	579.767	124.180	396.044	35.113	250.538	262.538
<i>Cuentas Por Pagar</i>	1.783	2.887	6.419	3.152	2.845	46.007	45.854	59.405	39.093	48.128	5.874	8.266	12.711	10.741	13.974
<i>Obligaciones Laborales</i>	5.077	4.429	5.189	3.591	4.120	115.758	105.737	116.895	90.869	100.731	29.407	28.131	34.075	10.671	12.732
<i>Impuestos Gravámenes Y Tasas</i>	394	147	296	894	349	32.581	19.906	35.378	26.001	40.015	2.399	3.175	4.711	2.131	2.185
<i>Pasivos Estimados Y Provisiones</i>	214	214	-	214	9	6.358	3.986	3.647	7.269	8.259	84	215	246	3.118	2.351
<i>Diferidos</i>	752	893	154	892	233	21.598	20.951	17.590	20.014	14.047	1.121	1.969	1.337	2.352	1.178
PATRIMONIO	55.511	56.481	52.732	59.698	53.000	1.014.787	1.028.923	1.080.542	1.049.386	1.083.255	181.698	199.291	216.210	203.482	219.193
<i>Capital Social</i>	2.036	2.036	2.036	2.036	2.036	340.219	343.836	370.981	343.836	370.981	80.452	80.452	80.452	80.452	80.452
<i>Superavit O Deficit De Capital</i>	1.316	5.156	2.445	7.784	2.459	63.068	65.913	82.312	83.266	79.948	1.080	1.300	3.947	2.876	3.498
<i>Prima en Colocacion de Acciones</i>	11.682	11.682	11.682	11.682	11.682	224.871	226.588	219.862	226.588	219.862	47.880	47.880	47.880	47.880	47.880
<i>Reservas</i>	35.794	34.820	31.527	34.820	31.527	306.805	321.317	317.249	321.317	319.465	38.701	51.900	54.715	51.900	54.715
<i>Resultados Del Ejercicio</i>	4.684	2.786	5.042	590	254	99.253	96.993	90.187	5.320	5.910	13.437	17.612	21.486	2.615	3.432
<i>Resultados De Ejercicios Anteriores</i>	-	-	-	2.786	5.042	(15.546)	(22.014)	3.523	72.768	90.661	306	306	7.796	17.917	29.282

ALIANZA VALORES Estados Financieros						SECTOR					PARES				
ESTADO DE RESULTADOS (cifras en \$ millones)	NIIF dic-16	NIIF dic-17	NIIF dic-18	NIIF feb-18	NIIF feb-19	NIIF dic-16	NIIF dic-17	NIIF dic-18	NIIF feb-18	NIIF feb-19	NIIF dic-16	NIIF dic-17	NIIF dic-18	NIIF feb-18	NIIF feb-19
INGRESOS OPERACIONALES	47.140	45.863	57.406	9.046	7.849	869.179	869.638	901.736	131.780	128.596	156.650	169.315	207.660	28.176	28.553
<i>Ingresos por Comisiones</i>	17.986	22.191	28.572	4.373	4.625	469.214	526.309	542.836	86.688	80.301	88.326	107.221	128.363	19.792	20.550
<i>Ingresos por Asesorias</i>	-	134	64	44	-	79.721	75.688	109.912	9.276	11.087	17.793	15.151	35.664	664	332
<i>Ingresos Netos por Posicion Propia</i>	29.154	23.538	28.770	4.629	3.225	320.244	267.641	248.988	35.816	37.207	50.531	46.943	43.632	7.719	6.771
INGRESOS NO OPERACIONALES	2.419	2.065	3.204	598	392	79.828	45.669	60.605	5.057	13.484	18.237	15.504	7.280	1.162	3.698
<i>Otros Ingresos (Diversos)</i>	1.959	1.715	2.966	560	354	44.556	30.462	19.720	3.029	6.457	16.653	12.487	1.339	478	2.945
<i>Ingresos por Otros Servicios</i>	460	347	238	39	37	5.802	9.155	31.426	1.097	5.758	309	572	1.761	315	346
GASTOS OPERACIONALES	41.687	42.770	50.049	8.270	7.545	746.766	735.538	779.606	119.963	123.650	155.632	156.028	178.757	24.684	26.024
<i>Gastos de Personal</i>	16.462	17.659	18.875	3.037	3.181	328.548	341.088	343.638	58.551	58.773	67.130	73.088	76.092	13.681	14.147
<i>Bonificaciones y Otros Beneficios</i>	10.090	9.967	12.433	2.438	1.564	119.998	93.462	109.464	14.231	14.619	29.836	22.213	34.380	1.173	1.842
<i>Honorarios y comisiones</i>	1.647	1.863	3.187	307	503	33.888	32.972	39.827	5.122	6.284	3.734	4.416	6.726	686	944
<i>Servicios de Administracion e Intermediacion</i>	5.543	5.839	5.599	1.091	795	66.845	66.854	64.671	10.211	10.232	12.149	13.174	13.543	2.259	1.914
<i>Contribuciones y Afiliaciones</i>	552	685	660	114	110	8.984	9.170	9.712	1.639	1.622	2.060	1.772	2.154	364	385
<i>Arrendamientos</i>	1.456	1.563	3.499	546	214	32.893	35.040	37.135	6.050	3.109	6.360	6.292	6.380	1.040	257
<i>Servicios y Diversos</i>	2.725	2.247	2.776	276	239	64.313	59.998	63.120	8.044	8.402	12.026	9.198	9.603	1.429	1.535
<i>Impuestos</i>	796	836	863	125	324	26.237	29.734	32.873	5.078	5.700	7.025	7.036	7.875	1.129	1.349
<i>Publicidad, Relaciones, Viajes</i>	580	554	488	51	72	13.778	14.357	14.751	1.796	1.935	2.519	3.248	3.605	418	486
<i>Seguros</i>	421	408	444	83	72	5.467	4.309	5.150	736	780	805	379	563	73	113
<i>Depreciaciones</i>	547	495	748	123	402	7.508	6.292	6.172	1.047	3.617	1.629	1.674	1.705	290	843
<i>Amortizaciones</i>	606	380	268	58	44	10.115	9.470	9.044	1.476	1.393	3.458	3.232	2.334	443	278
GASTOS NO OPERACIONALES	743	594	1.941	394	277	30.705	19.652	20.712	3.329	4.122	1.472	2.055	3.258	547	830
UTILIDAD OPERACIONAL	5.453	3.094	7.357	776	304	122.413	134.099	122.130	11.817	4.946	1.018	13.287	28.902	3.492	2.529
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	7.130	4.564	8.620	980	418	171.535	160.116	162.023	13.545	14.309	17.784	26.736	32.924	4.107	5.397
UTILIDAD NETA	4.684	2.786	5.042	590	254	116.303	96.992	90.187	5.320	5.910	13.437	17.612	21.486	2.615	3.432

ALIANZA VALORES Estados Financieros	SECTOR					PARES										
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF			
	dic-16	dic-17	dic-18	feb-18	feb-19	dic-16	dic-17	dic-18	feb-18	feb-19	dic-16	dic-17	dic-18	feb-19	feb-19	
INDICADORES PRINCIPALES																
Rentabilidad Escala Estabilidad																
ROE	8,44%	4,93%	9,56%	6,08%	2,91%	9,83%	9,43%	8,35%	3,08%	3,32%	7,40%	8,84%	9,94%	7,96%	9,77%	
ROA	1,86%	0,85%	3,67%	2,23%	0,61%	3,32%	2,29%	2,33%	0,62%	0,80%	2,45%	1,22%	2,55%	0,77%	1,52%	
Margen operacional	11,57%	6,75%	12,82%	8,58%	3,88%	14,08%	15,42%	13,54%	8,97%	3,85%	0,65%	7,85%	13,92%	12,39%	8,86%	
Margen Neto	9,94%	6,08%	8,78%	6,53%	3,24%	13,38%	11,15%	10,00%	4,04%	4,60%	8,58%	10,40%	10,35%	9,28%	12,02%	
Margen Ebitda	15,71%	10,67%	16,10%	11,96%	13,69%	19,46%	21,02%	20,26%	15,81%	13,65%	8,38%	14,90%	20,46%	19,00%	17,51%	
Ingresos Operacionales / Activo	18,74%	14,05%	41,83%	38,97%	20,32%	28,92%	20,50%	23,30%	16,31%	18,72%	28,61%	11,77%	24,68%	8,57%	13,25%	
Ingresos Operacionales / Patrimonio	84,92%	81,20%	108,86%	133,16%	129,02%	85,65%	84,52%	83,45%	103,35%	96,03%	86,21%	84,96%	96,05%	117,73%	108,49%	
Ingresos Operacionales sin Posicion Propia / Activo	7,15%	6,84%	20,87%	17,70%	11,59%	18,27%	14,19%	16,87%	11,67%	13,03%	19,38%	8,51%	19,50%	6,16%	9,55%	
Ebitda / Activo	2,94%	1,50%	6,74%	4,12%	2,60%	5,63%	4,31%	4,72%	2,44%	2,40%	2,40%	1,75%	5,05%	1,58%	2,22%	
Ebitda / Patrimonio	13,34%	8,67%	17,53%	11,38%	12,80%	16,67%	17,77%	16,90%	12,52%	10,12%	7,23%	12,66%	19,65%	16,86%	14,49%	
Ebitda	7.404	4.894	9.245	1.082	1.075	169.119	182.822	182.656	20.832	17.552	13.131	25.229	42.483	5.354	4.999	
Eficiencia Operacional	88,43%	93,25%	87,18%	91,42%	96,12%	85,92%	84,58%	86,46%	91,03%	96,15%	99,35%	92,15%	86,08%	87,61%	91,14%	
Gastos Operacionales / Activo	16,57%	13,10%	36,47%	35,20%	19,48%	24,85%	17,34%	20,15%	14,76%	17,95%	28,43%	10,85%	21,25%	7,48%	12,02%	
Participacion en los ingresos del Sector	5,42%	5,27%	6,37%	6,86%	6,10%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
Participacion en los ingresos del Sector Sin Posc Prop	3,28%	3,71%	4,39%	4,60%	5,06%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
Participacion en el Ebitda del Sector	4,38%	2,68%	5,06%	5,19%	6,12%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
Participacion del Patrimonio del Sector	5,47%	5,49%	4,88%	5,69%	4,89%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
Participacion de los Activos del Sector	8,37%	7,70%	3,55%	3,10%	5,65%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
Crecimiento de Ingresos		-2,71%	25,17%	N.A.	-13,23%		0,05%	3,69%	N.A.	-2,42%		8,08%	22,65%	N.A.	1,34%	
Crecimiento del Ebitda		-33,90%	88,89%	N.A.	0,70%		8,10%	-0,09%	N.A.	-90,39%		92,14%	68,39%	N.A.	-6,62%	
Crecimiento de Ingresos sin Posicion Propia		24,12%	28,26%	N.A.	4,69%		9,67%	8,43%	N.A.	-86,00%		15,32%	34,04%	N.A.	2,08%	
Flexibilidad Financiera																
Pasivo Financiero	187.837	261.488	72.441	92.009	190.087	1.764.103	3.008.789	2.546.951	3.930.838	3.130.996	326.870	1.197.001	572.037	1.809.367	1.110.972	
Pasivo Financiero / Ebitda	25,4x	53,4x	7,8x	85,0x	176,9x	10,4x	16,5x	13,9x	188,7x	178,4x	24,9x	47,4x	13,5x	338,0x	222,2x	
Pasivo / Ebitda	26,5x	55,2x	9,1x	93,1x	183,9x	11,8x	17,6x	15,3x	197,7x	190,8x	27,9x	49,1x	14,7x	343,4x	228,7x	
Endeudamiento	77,93%	82,70%	61,57%	62,79%	78,85%	66,23%	75,74%	72,08%	79,70%	75,56%	66,81%	86,14%	74,30%	90,03%	83,91%	
Apalancamiento	3,5x	4,8x	1,6x	1,7x	3,7x	2,0x	3,1x	2,6x	3,9x	3,1x	2,0x	6,2x	2,9x	9,0x	5,2x	
Pasivo Financiero / Activo	74,67%	80,08%	52,79%	57,34%	75,84%	58,70%	70,93%	65,82%	76,05%	70,64%	59,71%	83,24%	67,99%	88,61%	81,53%	
Pasivo Financiero / Patrimonio Tangible	3,8x	5,4x	1,6x	1,8x	3,8x	2,1x	3,5x	2,8x	4,1x	3,1x	2,0x	6,6x	3,0x	9,1x	5,2x	
Activo Líquido / Activo (Liquidez con Fondos)	85,19%	83,98%	70,86%	63,14%	76,70%	80,74%	84,78%	84,20%	87,17%	84,77%	79,86%	90,14%	81,38%	92,28%	87,65%	
Activo Líquido sin Fondos / Activo (Liquidez sin Fondos)	10,52%	6,26%	20,04%	9,47%	10,90%	23,09%	15,62%	19,51%	12,82%	16,29%	20,15%	6,91%	13,39%	3,71%	6,97%	
Capital de largo plazo libre / (Activo Corriente)	20,67%	11,79%	34,91%	26,76%	14,77%	28,85%	20,51%	23,79%	16,85%	19,85%	27,87%	11,47%	21,69%	8,15%	12,72%	
Capital de largo plazo libre / (Activos Sin Fondo)	27,61%	36,09%	57,27%	38,33%	38,35%	46,36%	38,80%	45,77%	33,69%	36,59%	38,68%	23,92%	52,24%	24,48%	24,96%	
(Activo Líquido - Pasivo) / Activo (Activo Líquido Libre)	7,25%	1,28%	9,29%	0,35%	-2,15%	14,51%	9,03%	12,12%	7,47%	9,21%	13,05%	4,00%	7,08%	2,25%	3,74%	
Activo Líquido Libre / Patrimonio	32,87%	7,37%	24,16%	0,93%	-10,18%	42,96%	37,24%	43,42%	36,79%	37,70%	39,32%	28,87%	27,56%	22,55%	23,26%	
Razon corriente	1,2x	1,1x	1,4x	1,2x	1,1x	1,3x	1,2x	1,3x	1,2x	1,2x	1,3x	1,1x	1,2x	1,1x	1,1x	
Razon de Liquidez	1,1x	1,0x	1,2x	1,0x	1,0x	1,2x	1,1x	1,2x	1,1x	1,1x	1,2x	1,0x	1,1x	1,0x	1,0x	
Liquidez sin Fondos / Pasivo menos Fondo	3,2x	1,3x	1,9x	1,0x	0,8x	2,7x	2,4x	2,6x	2,4x	2,3x	2,8x	2,4x	2,1x	2,5x	2,2x	
Patrimonio / Posicion Propia	0,2x	0,2x	0,5x	0,5x	0,2x	0,4x	0,3x	0,4x	0,2x	0,3x	0,5x	0,2x	0,3x	0,1x	0,2x	
Patrimonio Tangible / Patrimonio	89,19%	85,94%	85,80%	85,97%	94,88%	84,39%	84,53%	84,37%	91,91%	92,40%	92,10%	90,59%	88,27%	97,38%	96,87%	
Activos Ilíquidos / Patrimonio Tangible	0,1x	0,4x	0,2x	0,5x	0,4x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x	
Patrimonio técnico	46.624	28.694	39.209	29.925	44.536	756.725	773.170	741.157	798.310	834.294	129.077	150.018	150.237	159.710	171.728	
APNR (Activos Ponderados por Nivel de Riesgo)	5.920	5.408	8.392	6.023	10.020	200.905	217.655	188.222	216.309	180.325	24.715	29.160	28.888	26.303	26.729	
Margen de solvencia regulatoria	112,9%	33,47%	79,70%	48,76%	52,89%	92,92%	75,78%	87,23%	54,16%	74,56%	215,48%	77,93%	85,84%	52,26%	82,54%	
APNR / Patrimonio Técnico	13%	19%	21,40%	20,13%	22,50%	27%	28%	25,40%	27,10%	22%	19%	19%	19%	16%	16%	
VaR Regulatorio	3.184	7.228	3.672	4.982	6.676	55.214	72.238	59.525	113.201	84.482	3.167	14.700	13.153	25.137	16.320	
VaR / Patrimonio técnico	6,83%	25,19%	9,37%	16,65%	14,99%	7,30%	9,34%	8,03%	14,18%	10,13%	2,45%	9,80%	8,75%	15,74%	9,50%	
PT/Activos-APNR	18,98%	8,94%	30,43%	19,38%	18,51%	26,99%	19,21%	20,13%	16,12%	19,62%	24,69%	10,65%	18,49%	7,92%	12,86%	

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