



SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A. COMISIONISTA DE BOLSA

REVISIÓN ANUAL

Acta Comité Técnico No. 432

Fecha: 1 de Febrero de 2019

Fuentes:

- Servivalores GNB Sudameris S.A. Comisionista de Bolsa
- Información de entidades financieras suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia.
- Bolsa de Valores de Colombia

Cifras Principales*	Nov-2018	Nov-2017
Activos**	\$48.318	\$47.013
Pasivos**	\$12.138	\$13.167
Patrimonio**	\$36.181	\$33.845
Ingresos**	\$8.116	\$5.403
Ebitda **	\$5.728	\$3.137
Utilidad Neta**	\$3.692	\$2.046
Margen Ebitda	70,57%	58,06%
Ebitda / Patrimonio	17,39%	10,15%
ROE	11,18%	6,61%
ROA	8,36%	4,76%

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

** Cifras en millones de pesos.

Miembros Comité Técnico:

Javier Alfredo Pinto Tabini
Juan Manuel Gómez Trujillo
Javier Bernardo Cadena Lozano

Contactos:

Viviana Katherine Páez.
viviana.paez@vriskr.com

Erika Tatiana Barrera Vargas.
erika.barrera@vriskr.com

Luis Fernando Guevara Otálora.
luisfquevara@vriskr.com

PBX: 57-1 5265977
Bogotá

RIESGO DE CONTRAPARTE

AA+ (DOBLE A MÁS)

El Comité Técnico de Calificación de **Value and Risk Rating S.A. Sociedad Calificadora de Valores** mantuvo la calificación AA+ (**Doble A Más**) al Riesgo de Contraparte de **Servivalores GNB Sudameris S.A. 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 es muy buena. 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 **Servivalores GNB Sudameris S.A. Comisionista de Bolsa**, son los siguientes:

- **Respaldo y capacidad patrimonial.** Servivalores es una Sociedad Comisionista de Bolsa que pertenece al grupo financiero GNB Sudameris¹, de quien sobresale el respaldo patrimonial y corporativo. Se destacan las sinergias en el uso de red de oficinas, instalaciones, procesos de auditoria, planeación, mercadeo, tecnología, gestión de riesgos, entre otros aspectos que han favorecido el desarrollo de la operación y le han otorgado a la entidad un foco estratégico alineado a las políticas y perfil de clientes de su casa matriz.

A noviembre de 2018, Servivalores se consolidó como la décima comisionista dentro de las veintiún entidades del país por nivel de patrimonio con \$36.181 millones y un crecimiento interanual de 6,90%, gracias al mejor desempeño de las utilidades del ejercicio (+80,42%). Sin embargo, el patrimonio técnico disminuyó en 2,45% hasta alcanzar \$24.210 millones, lo que la posicionó en el puesto número trece.

Sobresale el cumplimiento al límite regulatorio del nivel de solvencia (9%), el cual se ubicó, a noviembre de 2018, en 95,74%, con un incremento interanual de 1,59 p.p., como consecuencia de la reducción del VaR² (-10,16%), teniendo en cuenta la menor duración del portafolio y su recomposición en el último año, acorde con la coyuntura del mercado.

¹ El Banco GNB Sudameris S.A. es la matriz del grupo financiero, conformado por cinco filiales nacionales y dos internacionales. El 14 de septiembre de 2018, Value and Risk Rating S.A. mantuvo las calificaciones AAA y VrR 1+ para la Deuda de Largo y Corto Plazo del Banco GNB Sudameris S.A.

² Valor en riesgo, por sus siglas en inglés.



En opinión de **Value and Risk**, Servivalores cuenta con una estructura patrimonial sólida y suficiente para apalancar el desarrollo de la operación, lo que en conjunto con el respaldo de su casa matriz, fortalece la oferta de valor y la eficiencia operacional. Por lo anterior, es importante que la entidad mantenga la aplicación de las políticas de mitigación de riesgos y preservación de capital, con el fin de responder apropiadamente con los requerimientos del negocio y continuar complementando el portafolio de productos del Banco.

- **Posicionamiento y direccionamiento estratégico.** En línea con el enfoque estratégico definido, Servivalores complementa la oferta de valor del Banco GNB Sudameris S.A., lo que le otorga una ventaja competitiva al tener la posibilidad de profundizar sus líneas de negocio con los clientes de dicha entidad.

Respecto a la oferta de alternativas de inversión, la Comisionista ofrece servicios tales como: asesoría y corretaje de valores para productos de renta fija y variable, un fondo de inversión colectiva³ (FIC) y un fondo de capital privado inmobiliario (FCP Inmobiliario)⁴. En este último, al cierre de noviembre de 2018, Servivalores ocupó el tercer lugar, con una participación de mercado de 12,2%⁵. Por su parte, se ubicó en los puestos trece y diez por nivel de ingresos por comisiones y activos, respectivamente.

Durante 2018, la Comisionista amplió su portafolio de servicios. Es así como empezó a operar la banca virtual para el FIC Rentaval, lo que le permitió lograr mayores eficiencias en tiempos de operaciones y trámites de ingresos y retiros de los clientes; creó el FCP inmobiliario y adecuó los sistemas internos, con el fin de incursionar en la Administración de Portafolio de Terceros (APT) en moneda extranjera, entre otras actividades.

El plan estratégico de Servivalores pretende incrementar las sinergias con su casa matriz, a través de un plan de apoyo y acompañamiento constante a los comerciales del Banco GNB Sudameris. Al igual que continuar con el crecimiento de los fondos administrados, poner en funcionamiento el proyecto de e-trading, desarrollar plataformas tecnológicas que complementen su oferta de valor e incursionar en nuevos productos.

La Calificadora pondera los desarrollos tecnológicos de Servivalores, así como la incursión en nuevos negocios, en pro del crecimiento de los clientes e incremento de su rentabilidad. Igualmente, destaca la constante alineación de políticas con el grupo, lo que permite el aumento de las sinergias y fortalece la generación de nuevos productos, en beneficio de su posicionamiento.

³ Actualmente, Servivalores ofrece únicamente el FIC Rentaval, toda vez que el FIC Poder fue liquidado en 2018.

⁴ Es un fondo cerrado con un término de duración de cinco años y riesgo moderado.

⁵ En primer lugar se encuentra Corredores Davivienda (52,6%), seguido de Larrain Vial (14,4%).

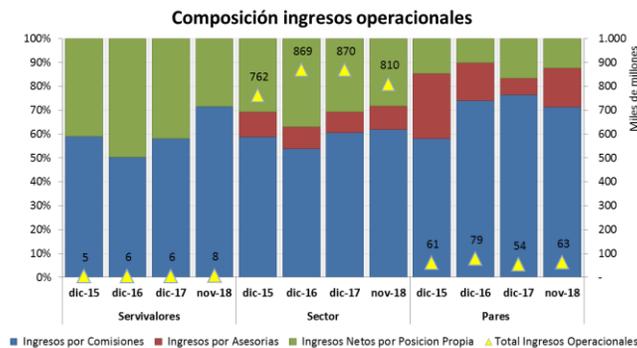


- **Activos administrados (AUM).** A noviembre de 2018, los activos administrados alcanzaron \$811.134 millones, con un crecimiento interanual de 63,74%, generado por la creación y dinámica del FCP inmobiliario, que compensó la disminución de los contratos de comisión y valor⁶ (-14,7%), así como la liquidación del FIC Poder. De este modo, los AUM están compuestos en un 48,98% por los contratos de comisión y valor, seguidos por los administrados a través del FCP inmobiliario (45,67%) y el FIC Rentaval (4,35%). A pesar de lo anterior, entre diciembre de 2017 y noviembre de 2018, la entidad registró una reducción cercana al 3,5% en el número de clientes, dada la depuración de los que se encontraban inactivos.

En línea con su enfoque estratégico, Servivalores mantiene una importante concentración en relación a su principal cliente, pues este representó el 23,57% del total de los AUM. Al respecto, si bien la Calificadora evidencia un riesgo de concentración, este está mitigado gracias a estabilidad y antigüedad del vínculo comercial con el mismo (más de 10 años), tanto con el Banco como con la Comisionista.

Value and Risk destaca el crecimiento de los AUM, específicamente los del FCP Inmobiliario, aspecto que evidencia su capacidad para incursionar en nuevas líneas de negocio. Sin embargo, Servivalores tiene el reto de continuar fortaleciendo otros componentes de los AUM y mediante políticas de diversificación de productos y clientes, alcanzar mayores niveles de competitividad y posicionamiento en el sector.

- **Evolución de los ingresos.** Entre noviembre de 2017 y 2018, los ingresos operacionales se incrementaron en un 50,20% hasta alcanzar \$8.116 millones, conformados por los de comisiones (71,59%) y los de posición propia (28,41%). Lo anterior, situó a Servivalores como la tercera comisionista con mayor crecimiento de ingresos a noviembre de 2018.

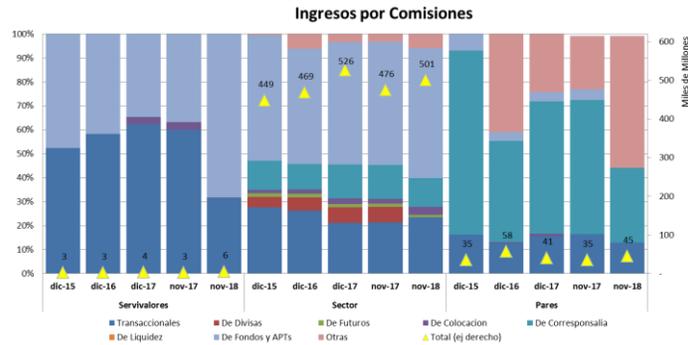


Al respecto, las comisiones crecieron 89,86% al ubicarse en \$5.811 millones. De estas, los derivadas de administración de fondos de inversión colectiva representaron el 68,24%, con una variación de

⁶ La disminución se generó por desvalorizaciones de acciones en el mercado.



+253,21%, gracias a la creación del FCP inmobiliario, mientras que las transaccionales el 31,66%, con una disminución en la participación frente al año anterior (nov-17: 60,04%). En opinión de la Calificadora, los ingresos por comisiones mantendrán la senda creciente, en la medida en que la Comisionista continúe diversificando su portafolio de productos y servicios.



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

Por otra parte, los ingresos por posición propia presentaron una variación interanual de -1,60%, frente al -14,86% del sector y el -7,73% de los pares⁷. Es de anotar que si bien la posición propia no ha generado pérdidas, en opinión de la Calificadora es importante que la entidad mantenga el fortalecimiento continuo de su estrategia de inversión, con el fin de mitigar los riesgos asociados y responder oportunamente a los cambios de mercado.

Value and Risk destaca los mecanismos implementados enfocados a incrementar los ingresos y fortalecer la porción recurrente (FICS y APTs), aspecto que además de contribuir con la estabilidad de los mismos y limitar la exposición al riesgo de mercado (dada la menor participación de los de posición propia) le permitieron a Servivalores pasar del puesto veintidós al catorce entre las Comisionistas del país (por nivel de ingresos). Asimismo, espera se mantenga el crecimiento de las comisiones, teniendo en cuenta las perspectivas positivas del FCP Inmobiliario, que entró en funcionamiento en mayo de 2018.

- **Rentabilidad y eficiencia.** Entre noviembre de 2017 y 2018, la utilidad operacional creció 85,13% hasta ubicarse en \$5.561 millones, gracias al aumento de los ingresos operacionales (50,20%) y el control de los gastos⁸ (+6,48%), favorecidos por las sinergias con su casa matriz. Dicha situación impactó el margen *Ebitda* que ascendió a 70,57% (+12,51%), frente al 21,39% del sector y el 45,11% de los pares, y contribuyó con el mejor desempeño del indicador de eficiencia⁹, que se redujo a 31,48% (nov-17: 44,41%). Respecto a este último índice, Servivalores amplió la brecha con el sector y el grupo

⁷ Itaú Comisionista de Bolsa Colombia S.A. y Citivalores.

⁸ Conformados principalmente por gastos de personal (56,24%), contribuciones y afiliaciones (11,49%) y servicios de administración e intermediación (9,15%).

⁹ Ingresos operacionales / gastos operacionales.



comparable (84,87% y 56,29%, respectivamente) y ratificó su posición en la industria.

Asimismo, se evidenció un mejor comportamiento de la utilidad neta que alcanzó \$3.692 millones (+80,42%), con su correspondiente efecto en los indicadores de rentabilidad anualizados, ROE¹⁰ y ROA¹¹, que se ubicaron en 11,18% y 8,36%, respectivamente, niveles con los cuales la Comisionista superó su promedio histórico y el del sector. Sin embargo, permanecen por debajo de los registrados por los pares. En este sentido, a noviembre de 2018, Servivalores ocupó el octavo y sexto puesto, en su orden, entre las veintiún comisionistas del país.

	SERVIVALORES GNB SUDAMERIS				SECTOR		PARES	
	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18	dic-17	nov-18	dic-17	nov-18
ROE	6,31%	6,88%	6,61%	11,18%	9,46%	8,57%	11,47%	23,15%
ROA	5,22%	5,06%	4,76%	8,36%	2,30%	2,21%	8,51%	15,65%
Margen neto	36,33%	38,94%	37,87%	45,49%	11,20%	10,54%	20,67%	33,02%
Margen Ebitda	61,93%	59,46%	58,06%	70,57%	21,03%	21,39%	22,29%	45,11%
Ebitda/ Patrimonio	10,75%	10,50%	10,15%	17,39%	17,76%	17,45%	12,37%	31,73%
Eficiencia operacional	40,38%	42,92%	44,41%	31,48%	84,58%	84,87%	80,74%	56,29%

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia S.A.

Cálculos: Value and Risk Rating

Value and Risk pondera el crecimiento de los indicadores de rentabilidad, aspecto que refleja la capacidad de Servivalores para cumplir con los planes estratégicos establecidos. Igualmente, destaca los esfuerzos de la Comisionista por mantener dichos indicadores por encima del promedio del sector y los destacables niveles de eficiencia. No obstante, si bien reconoce el enfoque estratégico definido y la estabilidad de sus principales clientes, observa una alta dependencia al desarrollo comercial del Banco, aspecto que limita su capacidad de crecimiento en participación de mercado y la atomización de los riesgos, aspectos que sustentan la calificación asignada.

- **Liquidez.** Las comisionistas se caracterizan por mantener una alta liquidez, teniendo en cuenta que utilizan las operaciones del mercado monetario (simultaneas y repos) como su principal fuente de fondeo. Es así como a noviembre de 2018, la liquidez con y sin fondeo del sector se ubicó en 84,09% y 17,85%, respectivamente.

Al respecto, y acorde con el perfil de riesgo conservador definido, Servivalores tiene establecida una política de bajo índice de apalancamiento¹², por lo que dicho indicador se ubicó, a noviembre de 2018, en 0,3x, inferior al del sector (2,9x) y al de los pares (0,5x). Aspecto ponderado por la Calificadora, ya que le permite apalancar de manera oportuna y con recursos propios el crecimiento estimado, a la vez que limita la exposición al riesgo de liquidez.

En línea con lo anterior, la liquidez con y sin fondeo se ubicó en 36,90% y 19,68%, respectivamente, debido a que realiza

¹⁰ Utilidad neta / patrimonio.

¹¹ Utilidad neta/ activo.

¹² Pasivo/ patrimonio.



frecuentemente operaciones simultáneas pasivas. Por su parte, el activo libre¹³ totalizó 11,78%, superior al 9,93% del sector. **Value and Risk** pondera la capacidad de Servivalores para responder con las obligaciones de corto plazo. Situación que se refleja en la relación positiva del capital de largo plazo sobre activo corriente¹⁴ y en un indicador de capital de largo plazo libre sobre activos sin fondeo de 20,59%.

De otro lado, Servivalores cuenta con una política claramente definida para la gestión del riesgo de liquidez, en la que se resalta el cálculo del IRL¹⁵ regulatorio y el monitoreo diario de brechas de liquidez. Al respecto, la Calificadora pondera que durante el último año el IRL para la banda de un día fue positivo y a noviembre de 2018 se ubicó en \$11.467 millones, con una disminución frente al mismo mes de 2017¹⁶, a razón de la recomposición del portafolio.

Value and Risk pondera el plan de contingencia para atender requerimientos inesperados de liquidez, el cual, vale la pena destacar, nunca ha tenido que activarse. De igual forma, sobresale que la entidad cuenta con fuentes de fondeo adicionales, tales como un sobregiro aprobado por \$10.000 millones y cupos intradía por \$35.000 millones.

La Calificadora valora los adecuados niveles de liquidez, pues demuestran la capacidad de la Comisionista para atender sus obligaciones contractuales de corto plazo. Sin embargo, considera indispensable que se continúen fortaleciendo los mecanismos de seguimiento de límites y políticas, con el fin de garantizar cumplimientos futuros.

- **Portafolio de inversiones.** A noviembre de 2018, el portafolio de Servivalores ascendió a \$38.806 millones, con un incremento interanual de 3,56%, como resultado del aumento de las operaciones repo, así como de las inversiones a valor patrimonial¹⁷, compensado con una reducción en las inversiones a valor razonable. Asimismo y acorde con la estrategia, la duración del portafolio disminuyó y se ubicó en 1,68 años (nov-17: 1,99 años).

Se destaca la calidad crediticia del portafolio, conformado principalmente por títulos de deuda pública y CDTs, calificados en AAA. A noviembre de 2018, el portafolio (incluyendo disponible) estuvo constituido en un 72,11% por inversiones clasificadas como disponibles para la venta, 9,55% en el disponible, 5,22% en el FIC Rentaval, 5,02% en acciones BVC, 4,16% en operaciones repo y el restante, en otras acciones y derechos fiduciarios. En este sentido, en opinión de la Calificadora el portafolio de la Comisionista es acorde con su perfil de riesgo conservador, aspecto ponderado pues le permite mitigar en mayor medida el riesgo de mercado asociado.

¹³ (Activo líquido- pasivo) / activo.

¹⁴ (Activo Corriente - Pasivo Corriente)/Activo Corriente.

¹⁵ Indicador de Riesgo de Liquidez.

¹⁶ A noviembre de 2017, se ubicó en \$20.441 millones.

¹⁷ Principalmente acciones de la Bolsa de Valores de Colombia.



En línea con lo anterior, a noviembre de 2018, el VaR regulatorio se ubicó en \$1.766 millones, con una disminución interanual de 10,16%. Por su parte, el VaR interno totalizó \$254 millones y cumplió con el límite definido (3,05% del patrimonio técnico, es decir \$738 millones a noviembre de 2018). Adicionalmente, según el análisis de *stress testing*, la pérdida máxima del portafolio sería de \$1.306 millones, situación que reduciría el patrimonio técnico hasta \$22.903 millones, aspecto que refleja una baja exposición al riesgo ante escenarios adversos.

Respecto al proceso de toma de decisiones y mecanismos para mitigar el riesgo de mercado, Servivalores realiza un estudio periódico de las variables económicas y su posible impacto sobre los portafolios administrados, mediante cuatro análisis: económico, estadístico, fundamental y técnico. Asimismo, en caso de presentarse escenarios adversos, estos son revisados con el Comité de Riesgos con el fin de determinar las acciones a implementar.

- **Gestión de riesgos.** Servivalores cuenta con los diferentes sistemas de administración de riesgos (SARs) en línea con los criterios señalados por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y conforme a los acuerdos de sinergia, liderados por la Gerencia Nacional de Gestión de Riesgos del Banco GNB Sudameris. En este sentido, la entidad a través de comités, órganos de control y un adecuado recurso humano y tecnológico, garantiza el funcionamiento efectivo de la operación, a la vez que optimiza su capacidad de adaptación a mejoras identificadas por los órganos de control, nuevos negocios y cambios normativos.

Asimismo, la Comisionista cuenta con una estructura de administración de riesgo liderada por la Junta Directiva, apoyada por los comités de Riesgos e Inversiones, el comité de Auditoría y ejecutada por la Gerencia Nacional de Gestión de Riesgos, órganos encargados de la verificación del cumplimiento de las normas, políticas y procedimientos, acorde con los objetivos estratégicos y esquemas de control interno.

Adicionalmente, Servivalores tiene manuales debidamente documentados, que permiten la adecuada segregación y ejecución de funciones y la independencia entre las áreas de *front*, *middle* y *back office*, aspectos que han beneficiado la correcta ejecución de la operación.

La Calificadora pondera las buenas prácticas de gobierno corporativo y la estructura organizacional de la Comisionista, pues le permiten aprovechar las sinergias de direccionamiento y tecnología con la matriz, en pro de maximizar su rentabilidad con el menor riesgo posible.

Se destaca que durante 2018, a nivel de conglomerado, se llevó a cabo el fortalecimiento de la estructura de gestión de riesgos, auditoría y cumplimiento, en atención a las directrices impartidas por el Banco, lo que incluyó: la división de la Gerencia Nacional de Gestión de Riesgos en seis direcciones, la designación de un profesional de



tiempo completo para evaluar el riesgo de mercado (SARM) de la Comisionista, el incremento en la planta de personal, la redefinición de los límites de riesgo, la actualización de los reglamentos, los manuales de políticas y procedimientos del Comité de Riesgos, entre otros aspectos. Asimismo, se desarrolló la herramienta tecnológica GNB SARO, que le permitió a Servivalores robustecer y optimizar el seguimiento y administración de los riesgos operativos, a la vez que incrementar los niveles de automatización de los sistemas.

Value and Risk pondera los cambios realizados en el último año pues representan un fortalecimiento de los SARs y mitigan los riesgos a los que se puede enfrentar la Comisionista, lo que favorece el mejoramiento continuo de la operación.

- **Contingencias.** Según la información suministrada, Servivalores no enfrenta sanciones por parte del Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), ni por la Superintendencia Financiera de Colombia. De igual forma, no presenta procesos en contra que puedan afectar su posición financiera.

Adicionalmente, posterior a la revisión de las actas de comité de auditoría, informes de revisoría fiscal y 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 y/o afectar su posición como contraparte. Sin embargo, se observaron oportunidades de mejora tendientes a fortalecer la administración y la gestión de riesgos.



PERFIL DE LA COMISIONISTA

Servivalores GNB Sudameris S.A. es una comisionista de bolsa constituida en 2003, cuya matriz es el Banco GNB Sudameris¹⁸. Posteriormente, en 2010 se realizó la fusión por absorción con Nacional de Valores S.A. (entidad absorbida), lo cual le permitió incrementar su participación de mercado.

Su objeto social es el desarrollo del contrato de comisión para la compra y venta de valores inscritos en la BVC, la administración de valores y de fondos de inversión colectiva, así como la intermediación en colocación de títulos, entre otros. Al respecto, la Comisionista administra un fondo de inversión colectiva (FIC abierto Rentaval) y un fondo de capital privado inmobiliario.

Frente a la calificación anterior, la composición accionaria no presentó cambios, por lo que el principal accionista es el Banco GNB Sudameris S.A. con el 94,99%.

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

La estructura organizacional de la Comisionista está dirigida por el órgano rector que corresponde a la Junta Directiva, la cual está conformada por cinco miembros principales (uno de ellos independiente), de los que se destaca su formación y amplia experiencia en el sector financiero.

Adicionalmente, cuenta con diferentes comités que robustecen el proceso de toma y ejecución de decisiones y una adecuada independencia entre las áreas de *front*, *middle* y *back office*, que generan transparencia a la operación.

Asimismo, gracias al convenio de sinergias con la matriz, cuenta con el apoyo en áreas como gestión de riesgos, tecnología, contabilidad, entre otros, lo que favorece su eficiencia. En este sentido, la Comisionista mantiene una planta de personal de 10 empleados directos.

En opinión de **Value and Risk**, Servivalores dispone de una estructura organizacional acorde con el tamaño y complejidad del negocio.

¹⁸ Formalizó la adquisición en 2008. Previo a esto, la razón social de la Comisionista era Suma Valores S.A.

POSICIONAMIENTO DE MERCADO

Servivalores, como filial del Banco GNB Sudameris, se ha enfocado en complementar la oferta de valor a los clientes del Banco, motivo por el cual su portafolio es de riesgo conservador.

Respecto a la composición de clientes, cerca del 21,26% corresponde a institucionales y el 78,74% a personas naturales¹⁹.

Sobresale la eficiencia y bajos niveles de apalancamiento de la Comisionista, lo que le ha permitido generar niveles de rentabilidad superiores a los del sector.

FORTALEZAS Y RETOS

Fortalezas

- Respaldo patrimonial y corporativo de su accionista mayoritario, el Banco GNB Sudameris.
- Adecuada estructura organizacional y de Gobierno Corporativo, soportada en el convenio de sinergia con el Banco.
- Ventajas competitivas al ser una comisionista bancarizada.
- Independencia en la estructura organizacional que mitigan los conflictos de interés.
- Equipo profesional especializado y con experiencia en el mercado.
- Portafolio de productos acorde con su apetito de riesgo conservador.
- Bajos niveles de apalancamiento, que favorecen la rentabilidad y limitan la exposición al riesgo de liquidez.
- Niveles de *Ebitda* crecientes que reflejan la robustez de la operación.
- Crecimiento constante de los ingresos, gracias al dinamismo de los servicios prestados.
- Destacables niveles de eficiencia, acorde con el perfil del negocios y las sinergias desarrolladas con la casa matriz.
- Recursos líquidos suficientes para cumplir con las obligaciones de corto plazo.
- Indicadores de rentabilidad por encima del promedio del sector.
- Sistemas de administración de riesgos robustos y en continua mejora que le permiten soportar el

¹⁹ Porcentaje según nivel de AUM.



crecimiento de la operación y mitigar los riesgos asociados.

Retos

- Cumplir adecuadamente y en los tiempos establecidos los objetivos estratégicos, con el fin de continuar consolidando su operación y su aporte a la oferta de valor del Banco.
- Generar una oferta más diversificada por activos administrados, en pro de su competitividad en el mercado.
- Continuar fortaleciendo las estrategias de diversificación de ingresos por producto.
- Mantener el crecimiento de los ingresos, principalmente por operaciones de terceros.
- Adaptarse oportunamente a los cambios normativos.
- Mantener la infraestructura tecnológica con el fin de dar acompañamiento oportuno a los diferentes procesos de la operación, fortalecer la automatización de procesos y soportar el crecimiento proyectado
- Mantener el monitoreo permanente de la estrategia de inversión para limitar la exposición de mercado y generar excedentes para la operación.
- Dar continuidad a los procesos de eficiencia operativa, dada la sinergia con su matriz.

ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

Riesgo de crédito y contraparte. Servivalores cuenta con el SARIC²⁰, en cumplimiento a lo exigido por el órgano regulador, por medio del cual realiza un estudio del perfil de riesgo de sus clientes y contrapartes, asigna cupos y monitorea la evolución de los mismos. Lo anterior mediante el análisis de diferentes indicadores financieros²¹ y cualitativos.

Por su parte, la Comisionista parametriza los cupos en la plataforma transaccional MEC²² y cada cliente cuenta con un límite asignado, el cual es evaluado anualmente por el Comité de Riesgos y aprobado por la Junta Directiva. Según lo informado no se

²⁰ Sistema de Administración de Riesgo de Crédito y Contraparte.

²¹ Exposición Patrimonial por Cartera Vencida, Incremento Patrimonial Año Corrido y la razón Ingresos no Operacionales sobre Utilidad Neta.

²² Mercado Electrónico Colombiano.

presentaron excesos sobre los cupos de emisor y contraparte para la posición propia ni de terceros.

Riesgo de mercado y liquidez. Servivalores tiene estructurados y en funcionamiento los sistemas de Administración de Riesgo de Mercado (SARM) y de Liquidez (SARL) que incorporan las metodologías requeridas por la SFC, los cuales se encuentran en constante monitoreo y se les aplica pruebas mensuales de *stress* y *back testing*.

La metodología interna para el cálculo del VaR está soportada en el modelo EWMA²³, cuyos resultados son reportados de manera periódica al Comité de Riesgos y a la Alta Gerencia. De igual forma, la entidad calcula el VaR con metodologías que tienen en cuenta diferentes factores de riesgos, definición de límites, variables económicas, entre otros.

Por su parte, para la cuantificación del riesgo de liquidez, utiliza la metodología de la SFC a través del cálculo del IRL para las bandas de 1, 7 y 30 días, que tiene en cuenta los activos líquidos como efectivo y depósitos en bancos, inversiones, requerimientos de liquidez por cuenta propia y de terceros, entre otros.

La Calificadora resalta el plan de contingencia ante requerimientos de liquidez inesperados, que incluye un cupo de sobregiro y un plan de acción con diferentes instancias que le permitan responder con sus obligaciones de corto plazo, el cual, vale la pena mencionar, no ha sido activado en los últimos años.

SARO y Sarlaft²⁴. El Sistema de Administración de Riesgo Operativo de Servivalores se gestiona a través de la Dirección de Riesgo Operativo, adscrita a la Gerencia Nacional de Gestión de Riesgos, la Auditoría General y la Revisoría Fiscal. Se resalta que durante 2018 el nivel de riesgo operativo con impacto a los estados financieros fue bajo, pues la entidad registró 15 eventos tipo A por valor de \$5,4 millones, asociados principalmente a sobrecostos generados por la apertura de canales Deceval y Banco República.

Se destaca el fortalecimiento del SARO, en línea con las directrices del Banco, que incluyó entre

²³ Promedio móvil ponderado exponencialmente, por sus siglas en inglés.

²⁴ Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo.



otras actividades, capacitaciones periódicas y ajustes a la metodología de evaluación de riesgos. Asimismo, se pondera la puesta en operación de la herramienta tecnológica GNB SARO, que permitió mejorar la administración, reporte y seguimiento de los riesgos operativos, así como la actualización de la Norma de Procedimiento para la Administración de Riesgo Operativo y la formalización de la matriz de evaluación de riesgos relacionada con del FCP Inmobiliario. De esta manera, **Value and Risk** pondera las actividades desarrolladas teniendo a actualizar los riesgos a los cuales está expuesta la entidad y optimizar los mecanismos para mitigarlos.

Adicionalmente, Servivalores cuenta con un Plan de Continuidad del Negocio (PCN), el cual se fortaleció a través de pruebas a la infraestructura externa de contingencia, por parte de todas las áreas de la entidad con el fin de verificar la continuidad de la operación en caso de algún evento que interrumpa la marcha del negocio.

Por su parte el Sarlaft cuenta con el apoyo de la Junta Directiva, Gerencia General y Oficial de Cumplimiento, órganos responsables de definir las políticas enfocadas a identificar, medir, controlar y monitorear el riesgo asociado.

El proceso de control y gestión del riesgo lo realiza la Unidad de Cumplimiento, la cual verifica las listas restrictivas y lleva a cabo las alertas de clientes y operaciones sospechosas, entre otros.

Durante el último año, a nivel de Grupo se fortalecieron los procesos de seguimiento y control, a la vez que se robusteció la planta de personal, lo que implicó la asignación de un profesional especializado para Sarlaft en Servivalores.

GOBIERNO CORPORATIVO Y MECANISMOS DE CONTROL

Servivalores cuenta con un apropiado sistema de Gobierno Corporativo y Código de Ética, los cuales comprenden las obligaciones de los funcionarios, al igual que los parámetros éticos y de conducta a seguir.

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.

SERVIVALORES Estados Financieros	NIIF					SECTOR					PARES				
	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18
BALANCE (cifras en \$ millones)	43.581	40.904	46.533	47.013	48.318	2.665.031	3.005.049	4.242.908	4.891.735	4.216.283	89.295	126.221	130.952	111.850	145.906
ACTIVOS	43.581	40.904	46.533	47.013	48.318	2.665.031	3.005.049	4.242.908	4.891.735	4.216.283	89.295	126.221	130.952	111.850	145.906
<i>Disponible</i>	10.049	5.276	2.645	3.846	4.098	322.084	385.043	377.120	338.996	463.895	57.516	58.030	87.961	83.333	95.546
<i>Inversiones</i>	27.550	30.149	38.960	37.471	38.806	1.938.794	2.281.380	3.518.793	4.167.794	3.359.212	19.931	26.465	29.655	14.196	38.663
<i>Deudores</i>	1.990	2.244	1.737	2.497	2.259	241.657	234.303	249.829	289.713	303.856	8.031	38.350	10.542	11.684	9.049
<i>Activos No Corrientes Mantenidos para la Venta (Desde 2015)</i>	-	-	-	-	-	56.498	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Propiedades Y Equipo</i>	3.267	3.226	3.184	3.187	3.144	42.286	37.969	35.608	32.907	33.031	574	363	257	274	484
<i>Intangibles</i>	-	-	-	-	-	16.046	19.981	19.637	18.628	19.730	836	494	444	449	67
<i>Diferidos</i>	725	9	8	11	12	47.206	45.890	41.455	43.223	36.075	2.408	2.520	2.093	1.916	2.089
<i>Otros activos</i>	-	-	-	-	-	460	484	467	476	484	-	-	-	-	7
<i>Valorizaciones (Hasta 2014)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PASIVOS	12.545	7.019	12.296	13.167	12.138	1.736.609	1.990.262	3.213.582	3.880.190	3.126.766	11.108	28.123	33.838	16.566	47.002
<i>Obligaciones Financieras y del Mercado Monetario</i>	10.573	5.034	9.932	10.575	8.318	1.514.260	1.736.551	2.943.355	3.523.999	2.800.879	-	-	19.185	-	22.541
<i>Operaciones Con Instrumentos Financieros Derivados</i>	-	-	-	-	-	23.287	27.552	65.009	107.319	27.385	-	-	-	-	-
<i>Cuentas Por Pagar</i>	93	76	138	104	339	36.862	46.007	45.854	32.992	83.118	1.088	1.050	2.737	1.609	1.820
<i>Obligaciones Laborales</i>	148	132	173	174	138	74.139	115.758	105.737	116.606	103.821	7.486	7.668	7.182	6.808	5.920
<i>Impuestos Gravámenes Y Tasas</i>	769	773	967	63	45	15.066	32.581	19.906	55.719	70.424	2.016	16.728	4.215	7.787	15.430
<i>Pasivos Estimados Y Provisiones</i>	26	42	23	1.256	2.007	34.617	6.358	3.986	14.793	18.035	-	2.628	437	273	1.081
<i>Diferidos</i>	935	962	1.063	995	1.291	31.947	21.598	22.044	21.922	17.623	-	48	82	89	47
<i>Otros Pasivos</i>	-	-	-	-	-	6.431	3.857	7.690	6.840	5.483	518	-	-	-	163
<i>Pasivos No Corrientes (Hasta 2014)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PATRIMONIO	31.036	33.884	34.237	33.845	36.181	928.422	1.014.787	1.029.326	1.011.545	1.089.517	78.187	98.099	97.113	95.284	98.904
<i>Capital Social</i>	19.750	19.750	19.750	19.750	19.750	340.673	340.219	343.836	343.836	370.981	13.300	13.300	13.300	13.300	13.300
<i>Superavit O Deficit De Capital</i>	2.422	3.220	3.514	3.430	4.011	74.524	63.068	65.913	61.711	83.991	2.158	2.090	1.838	1.793	3.547
<i>Prima en Colocacion de Acciones</i>	4.775	4.775	4.775	4.775	4.775	225.967	224.871	226.588	226.588	219.862	8.632	8.632	8.632	8.632	8.632
<i>Reservas</i>	2.304	4.002	3.844	3.844	3.953	268.287	306.805	321.317	321.317	323.329	40.495	50.061	62.632	62.632	50.892
<i>Revalorizacion Del Patrimonio (Hasta 2014)</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Resultados acumulados proceso de convergencia a NIIF (2015)</i>	-	-	-	-	-	(2.358)	(3.883)	(3.708)	(3.883)	(2.809)	428	249	(75)	249	(31)
<i>Resultados Del Ejercicio</i>	1.785	2.137	2.354	2.046	3.692	48.183	99.253	97.396	83.826	85.318	11.974	19.979	11.140	9.356	20.803
<i>Resultados De Ejercicios Anteriores</i>	-	-	-	-	-	(26.852)	(15.546)	(22.014)	(21.849)	9.608	2.054	4.284	(354)	(180)	1.761
ESTADO DE RESULTADOS (cifras en \$ millones)	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18
INGRESOS OPERACIONALES	4.935	5.882	6.046	5.403	8.116	762.256	869.179	869.638	802.656	809.562	60.936	78.568	53.904	47.515	63.009
Ingresos por Comisiones	2.909	2.963	3.521	3.061	5.811	448.797	469.214	526.309	475.532	501.646	35.456	58.105	41.167	35.342	44.899
Ingresos por Asesorías	-	-	-	-	-	80.302	79.721	75.688	59.338	79.934	16.613	12.563	3.791	3.791	10.375
Ingresos Netos por Posición Propia	2.026	2.919	2.525	2.343	2.305	233.157	320.244	267.641	267.786	227.983	8.867	7.901	8.946	8.382	7.734
INGRESOS NO OPERACIONALES	233	236	236	236	247	52.121	79.828	45.669	39.867	51.814	2.655	6.118	7.310	7.177	6.307
GASTOS OPERACIONALES	2.296	2.375	2.595	2.399	2.555	727.292	746.766	735.514	672.677	687.085	46.480	49.270	43.523	38.412	35.465
Gastos de Personal	1.481	1.482	1.503	1.385	1.437	308.333	328.548	341.088	313.263	318.283	21.757	25.572	22.901	20.053	19.981
Bonificaciones y Otros Beneficios	3	3	3	3	3	114.161	119.998	93.462	87.157	77.272	7.954	6.067	5.107	4.115	3.841
Honorarios y comisiones	118	141	196	181	192	34.086	33.888	32.972	28.909	35.460	3.510	4.123	3.488	3.193	2.833
Servicios de Administracion e Intermediacion	209	240	217	198	234	56.837	66.845	66.830	60.600	59.823	3.115	2.700	2.173	2.060	1.684
Gastos de Sistematizacion	-	-	-	-	64	4.943	5.409	7.000	6.117	7.346	-	-	-	-	-
Contribuciones y Afiliaciones	332	286	305	285	294	8.431	8.984	9.170	8.281	8.930	588	683	775	548	778
Gastos Bancarios	-	-	-	-	-	1.401	525	496	488	327	-	-	-	-	-
Arrendamientos	-	-	-	-	-	31.409	32.893	35.040	31.995	33.892	1.758	1.996	2.196	2.023	1.950
Servicios y Diversos	16	34	206	197	56	77.761	64.313	59.998	53.609	57.204	2.215	2.042	2.885	2.751	1.643
Impuestos	79	93	101	94	124	24.999	26.237	29.734	28.978	29.803	1.341	1.664	1.381	1.249	734
Publicidad, Relaciones, Viajes	2	24	1	1	0	15.742	13.778	14.357	12.487	12.819	1.027	876	962	880	929
Mantenimientos y Reparaciones	1	6	1	1	50	10.382	9.016	9.713	8.663	9.072	727	846	965	889	655
Adecuacion e Instalacion	0	-	2	2	14	833	648	483	408	271	110	36	2	-	7
Procesamiento Electronico de Datos	-	-	-	-	-	9.093	7.061	9.458	8.362	8.759	1.093	707	182	176	51
Gastos Legales	4	3	3	3	3	697	454	454	446	465	7	8	10	10	9
Utiles, Papeleria y Fotocopias	4	15	9	7	8	2.089	2.234	1.962	1.796	1.965	116	101	79	79	48
Seguros	3	5	6	5	0	5.785	5.467	4.309	4.013	4.551	327	339	166	157	176
Depreciaciones	43	43	43	39	42	6.649	7.508	6.292	5.777	5.652	295	240	200	183	97
Amortizaciones	-	-	-	-	-	8.674	10.115	9.470	8.446	8.278	529	1.111	50	45	44
Provisiones	0	-	-	-	-	4.987	2.846	3.226	2.882	6.916	10	161	2	2	7
GASTOS NO OPERACIONALES	53	46	45	41	43	14.424	30.705	19.652	32.686	18.706	122	132	322	304	428
UTILIDAD OPERACIONAL	2.639	3.507	3.451	3.004	5.561	34.964	122.413	134.124	129.979	122.477	14.456	29.298	10.381	9.102	27.543
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	2.820	3.696	3.642	3.199	5.765	72.661	171.535	160.140	137.160	155.586	16.989	35.285	17.370	15.975	33.423
UTILIDAD NETA	1.785	2.137	2.354	2.046	3.692	48.893	116.303	97.396	83.827	85.318	11.974	19.979	11.140	9.356	20.803

INDICADORES PRINCIPALES	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18	dic-15	dic-16	dic-17	nov-17	nov-18	dic-15	dic-16	dic-17	nov-18	nov-18
Rentabilidad Escala Estabilidad															
ROE	5,75%	6,31%	6,88%	6,61%	11,18%	5,27%	9,83%	9,46%	9,07%	8,57%	15,31%	20,37%	11,47%	10,76%	23,15%
ROA	4,10%	5,22%	5,06%	4,76%	8,36%	1,83%	3,32%	2,30%	1,87%	2,21%	13,41%	15,83%	8,51%	9,16%	15,65%
Margen operacional	53,48%	59,62%	57,08%	55,59%	68,52%	4,59%	14,08%	15,42%	16,19%	15,13%	23,72%	37,29%	19,26%	19,16%	43,71%
Margen Neto	36,16%	36,33%	38,94%	37,87%	45,49%	6,41%	13,38%	11,20%	10,44%	10,54%	19,65%	25,43%	20,67%	19,69%	33,02%
Margen Ebitda	55,95%	61,93%	59,46%	58,06%	70,57%	10,53%	19,46%	21,03%	21,93%	21,39%	27,29%	41,33%	22,29%	22,27%	45,11%
Ingresos Operacionales / Activo	11,32%	14,38%	12,99%	12,60%	18,46%	28,60%	28,92%	20,50%	18,03%	21,12%	68,24%	62,25%	41,16%	47,14%	47,93%
Ingresos Operacionales / Patrimonio	15,90%	17,36%	17,66%	17,54%	24,71%	82,10%	85,65%	84,49%	89,13%	83,34%	77,94%	80,09%	55,51%	55,48%	71,21%
Ingresos Operacionales sin Posicion Propia / Activo	6,67%	7,24%	7,57%	7,12%	13,19%	19,85%	18,27%	14,19%	11,99%	15,14%	58,31%	55,99%	34,33%	38,72%	41,97%
Ebitda / Activo	6,34%	8,91%	7,73%	7,30%	13,00%	3,01%	5,63%	4,31%	3,93%	4,49%	18,62%	25,73%	9,17%	10,36%	21,43%
Ebitda / Patrimonio	8,90%	10,75%	10,50%	10,15%	17,39%	8,65%	16,67%	17,76%	19,13%	17,45%	21,27%	33,10%	12,37%	12,17%	31,73%
Ebitda	2.761	3.643	3.595	3.137	5.728	80.273	169.119	182.846	176.062	173.125	16.631	32.474	12.014	10.581	28.425
Eficiencia Operacional	46,52%	40,38%	42,92%	44,41%	31,48%	95,41%	85,92%	84,58%	83,81%	84,87%	76,28%	62,71%	80,74%	80,84%	56,29%
Gastos Operacionales / Activo	5,27%	5,81%	5,58%	5,58%	5,78%	27,29%	24,85%	17,34%	15,09%	17,90%	52,05%	39,03%	33,24%	38,00%	26,79%
Participacion en los ingresos del Sector	0,65%	0,68%	0,70%	0,67%	1,00%	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	0,55%	0,54%	0,58%	0,57%	1,00%	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	3,44%	2,15%	1,97%	1,78%	3,31%	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	3,34%	3,34%	3,33%	3,35%	3,32%	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	1,64%	1,36%	1,10%	0,96%	1,15%	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Crecimiento de Ingresos	19,20%	2,78%	N.A.	50,20%		14,03%	0,05%	N.A.	0,86%		28,94%	-31,39%	N.A.	32,61%	
Crecimiento del Ebitda	31,93%	-1,32%	N.A.	82,57%		110,68%	8,12%	N.A.	-5,32%		95,26%	-63,00%	N.A.	168,63%	
Crecimiento de Ingresos sin Posicion Propia	1,87%	18,83%	N.A.	89,86%		3,75%	9,67%	N.A.	-3,39%		35,72%	-36,38%	N.A.	41,25%	
Flexibilidad Financiera															
Pasivo Financiero	10.573	5.034	9.932	10.575	8.318	1.537.548	1.764.103	3.008.364	3.631.318	2.828.264	-	-	19.185	-	22.541
Pasivo Financiero / Ebitda	3,8x	1,4x	2,8x	3,4x	1,5x	19,2x	10,4x	16,5x	20,6x	16,3x	0,0x	0,0x	1,6x	0,0x	0,8x
Pasivo / Ebitda	4,5x	1,9x	3,4x	4,2x	2,1x	21,6x	11,8x	17,6x	22,0x	18,1x	0,7x	0,9x	2,8x	1,6x	1,7x
Endeudamiento	28,77%	17,16%	26,42%	28,01%	25,12%	65,16%	66,23%	75,74%	79,32%	74,16%	12,44%	22,28%	25,84%	14,81%	32,21%
Apalancamiento	0,4x	0,2x	0,4x	0,4x	0,3x	1,9x	2,0x	3,1x	3,8x	2,9x	0,1x	0,3x	0,3x	0,2x	0,5x
Pasivo Financiero / Activo	24,26%	12,31%	21,34%	22,49%	17,22%	57,69%	58,70%	70,90%	74,23%	67,08%	0,00%	0,00%	14,65%	0,00%	15,45%
Pasivo Financiero / Patrimonio Tangible	0,4x	0,2x	0,4x	0,4x	0,29x	1,9x	2,1x	3,5x	4,2x	3,1x	0,0x	0,0x	0,2x	0,0x	0,30x
Activo Líquido / Activo (Liquidez con Fondos)	76,17%	37,96%	36,01%	39,64%	36,90%	78,28%	80,74%	84,76%	85,48%	84,09%	82,89%	56,48%	85,67%	82,15%	86,13%
Activo Líquido sin Fondos / Activo (Liquidez sin Fondos)	51,91%	25,65%	14,67%	17,14%	19,68%	21,68%	23,09%	15,62%	14,06%	17,85%	82,89%	56,48%	71,02%	82,15%	70,68%
Capital de largo plazo libre / (Activo Corriente)	64,35%	60,50%	33,52%	37,69%	39,58%	27,96%	28,85%	20,50%	17,43%	21,93%	86,46%	74,35%	72,43%	84,01%	65,82%
Capital de largo plazo libre / (Activos Sin Fondo)	68,67%	30,02%	17,59%	22,70%	20,59%	33,83%	46,36%	38,75%	35,25%	39,36%	79,44%	64,59%	67,88%	77,79%	62,05%
(Activo Líquido - Pasivo) / Activo (Activo Líquido Libre)	47,38%	20,80%	9,59%	11,63%	11,78%	13,12%	14,51%	9,02%	6,16%	9,93%	70,45%	34,20%	59,83%	67,34%	53,91%
Activo Líquido Libre / Patrimonio	66,53%	25,11%	13,03%	16,15%	15,73%	37,65%	42,96%	37,16%	29,77%	38,42%	80,46%	44,01%	80,67%	79,05%	79,53%
Razon corriente	2,8x	2,5x	1,5x	1,6x	1,7x	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x	1,2x	7,4x	3,9x	3,6x	6,3x	2,9x
Razon de Liquidez	2,6x	2,2x	1,4x	1,4x	1,5x	1,2x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x	6,7x	2,5x	3,3x	5,5x	2,7x
Liquidez sin Fondos / Pasivo menos Fondo	11,5x	5,3x	2,9x	3,1x	2,5x	2,5x	2,7x	2,4x	1,8x	2,3x	6,7x	2,5x	6,3x	5,5x	4,2x
Patrimonio / Posicion Propia	1,1x	1,1x	0,9x	0,9x	0,9x	0,5x	0,4x	0,3x	0,2x	0,3x	3,9x	3,7x	3,3x	6,7x	2,6x
Patrimonio Tangible / Patrimonio	86,44%	84,19%	82,86%	83,82%	78,71%	87,04%	84,39%	84,49%	86,00%	84,79%	82,47%	77,76%	86,71%	88,56%	75,41%
Activos Ilíquidos / Patrimonio Tangible	0,3x	0,8x	1,0x	0,9x	1,0x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,1x	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Patrimonio técnico	22.010	26.831	24.848	24.817	24.210	587.059	756.725	773.170	768.085	753.542	57.847	73.401	78.462	78.475	66.428
APNR (Activos Ponderados por Nivel de Riesgo)	523	3.851	4.000	4.522	5.669	226.727	200.905	217.655	215.781	224.873	9.861	31.039	5.617	3.971	4.618
Margen de solvencia regulatoria	151,1%	191,16%	100,77%	94,15%	95,74%	83,0%	92,9%	75,8%	62,25%	73,83%	424,7%	170,5%	614,8%	970,87%	655,45%
APNR / Patrimonio Técnico	2%	14%	16,10%	18,22%	23,41%	39%	27%	28,15%	28,09%	30%	17%	42%	7%	5%	7%
VaR Regulatorio	1.264	917	1.859	1.965	1.766	43.255	55.214	72.238	91.624	71.623	338	1.081	643	370	497
VaR / Patrimonio técnico	5,74%	3,42%	7,48%	7,92%	7,29%	7,37%	7,30%	9,34%	11,93%	9,50%	0,58%	1,47%	0,82%	0,47%	0,75%
PT/Activos-APNR	51,12%	72,41%	58,42%	58,41%	56,76%	24,08%	26,99%	19,21%	16,43%	18,88%	72,82%	77,12%	62,60%	72,74%	47,02%

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