

1. Aspectos Generales del Fondo de Inversión Colectiva

OBJETIVO DE INVERSION

El objetivo de inversión del Fondo de Inversión Colectiva Abierto con Pacto de Permanencia Cubrir Balanceado Internacional es la conformación de un portafolio que ofrezca a los Inversionistas una alternativa de inversión con perfil de riesgo alto para un Inversionista agresivo conocedor del mercado, cuyo propósito es el crecimiento del capital en el largo plazo.

PERFIL GENERAL DE RIESGO

Se considera que el perfil general de riesgo del Fondo de Inversión Colectiva es alto, por cuanto la composición del portafolio está dirigida a perseguir altas rentabilidades admitiendo una exposición significativa al riesgo lo que genera mayor posibilidad de deterioro del capital en coyunturas negativas, compatible con el perfil de un Inversionista conocedor del mercado que pueda mantener un porcentaje de sus inversiones sujetas a fuertes fluctuaciones de rentabilidad e Inversionistas agresivos que busquen altas rentabilidades.

2. Análisis Macroeconómico y de Mercado

El Covid-19 continuó siendo el determinante principal de la economía global durante el primer semestre de 2021. Sin embargo, a diferencia del año pasado, los exitosos esquemas de vacunas permiten avizorar un mejor panorama hacia el futuro. Al cierre de junio había cerca de 187 millones de casos de Covid-19 registrados en el mundo y unos 4 millones de fallecidos a causa del virus. El número de personas vacunadas a nivel mundial se acerca a las 2,000 millones de personas y diversos países, como Chile, Uruguay, el Reino Unido e Israel, han vacunado completamente a más del 50% de su población. En línea con este histórico esfuerzo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía global crecería a un ritmo del +6% en 2021 (vs. -3.3% de 2020), donde las economías avanzadas crecerían un +5.1% (vs. -4.7%) y las economías emergentes un +6.7% (vs. -2.2%).

Los primeros meses de 2021 en Estados Unidos estuvieron marcados por diversas turbulencias políticas y la economía todavía lucía débil y lejos de la recuperación. No obstante, tras la victoria del Partido Demócrata en el senado que le permitió a la entrante Administración Biden impulsar un paquete de estímulo fiscal por US\$1.9 billones (encima de los US\$0.9 billones previamente aprobados durante la Administración Trump), gran parte del análisis económico se empezó a centrar en torno a la perspectiva inflacionaria.

Hay cuatro elementos esenciales para entender las dinámicas de la expectativa de inflación en Estados Unidos. En primer lugar, la mayor demanda por bienes y servicios a nivel mundial que posibilita el proceso de vacunación permitiría que la actividad económica continúe normalizándose durante el año. Esto llevó a sustanciales revisiones de las proyecciones de crecimiento económico en Estados Unidos, donde entidades como a la Reserva Federal (Fed) llevaron su previsión de crecimiento del PIB para 2021 (como un todo) desde el 6.5% hacia el 7%.

En segundo lugar, dicha perspectiva de dinamización y crecimiento económico se ve en el aumento de los precios de todo tipo de materias primas. En el caso del petróleo, su precio se situaba en US\$51/barril-Brent al inicio de 2021 y cerró el semestre en US\$75/barril-Brent. Esta misma tendencia se ha observado en el precio de diferentes metales, como el cobre y algunos semiconductores, y en el precio de bienes agrícolas, como el trigo, el maíz y la soya.

En tercer lugar, como ya se mencionó, el paquete de estímulo fiscal, entre otras cosas, ha realizado transferencias directas a individuos, complementa los alivios del seguro de desempleo y lleva alivios estatales y a gobiernos locales.

Respetados economistas, como Larry Summers y Olivier Blanchard, han argumentado que los posibles efectos de este paquete de estímulos sobre la inflación no pueden desestimarse; más si se tienen en cuenta los ya mencionados efectos de la recuperación, las vacunas, el aumento de los precios de las materias primas, y los estímulos fiscales previamente aprobados durante la Administración Trump. Sin embargo, más allá del aumento en la lectura de inflación (5.4% anual en junio de 2021 vs. 0.7% anual en el mismo mes de un año atrás), la pregunta de fondo es si dicho crecimiento en los precios será transitorio o persistente en el tiempo.

Recordemos, como cuarto elemento, que la Reserva Federal de los Estados Unidos cambió en agosto de 2020 su marco de política monetaria a uno de inflación promedio objetivo, en donde se buscará que la inflación se ubique de forma persistente por encima del 2% por un tiempo significativo. En otras palabras, la Reserva Federal ha sostenido que continuará dándole liquidez a los mercados y mantendrá sus tasas de referencia en mínimos, incluso ante los aumentos moderados en los precios y teniendo en cuenta que el mercado laboral está lejos de haberse recuperado en su totalidad (la tasa de desempleo se ubica en el 5.9% en junio de 2021 vs. el máximo de 14.8% de abril de 2020) y de una forma homogénea en la población.

Ante la expectativa una mayor inflación estadounidense, los mercados de renta fija mundial ajustaron abruptamente entre las últimas semanas de febrero el mes de abril. Esto derivó en una significativa desvalorización de los títulos de deuda de Estados Unidos, considerados como activo de referencia para la renta fija mundial. En consecuencia, el rendimiento del título de diez años pasó de niveles inferiores al 1% previos al 2021, a fluctuar entre el 1,4% y el 1,5% (incluso ubicándose por encima del 1.7% en abril), volviéndolos de nuevo atractivos frente a otros títulos de la renta fija de desarrollados y emergentes. Esto último golpeó a los títulos de deuda soberana de todo el mundo, incluyendo Colombia. Sin embargo, la expectativa sobre la política monetaria empezó a cambiar durante junio, pues diversos miembros de la Fed empezaron a anticipar que subirían sus tasas de referencia hacia 2023, algo que quedó plasmado en el dot-plot de junio. Más aún, pareciera que los agentes del mercado creen en la transitoriedad de la inflación. No obstante, debemos considerar que hacia adelante habría un proceso de disminución en el ritmo de compra de activos por parte de la Fed.

Ante posibles presiones inflacionarias a nivel mundial, los varios bancos centrales del mundo se empiezan a anticiparse a la moderación de la postura de política del banco central estadounidense. Los Bancos de Canadá, Australia, Noruega e Inglaterra estarían moderando sus posturas de política en 2021. En Latinoamérica, tanto Brasil, como México, ya han aumentado sus tasas de referencia y se prevén aumentos este año en las tasas de referencia chilenas. El Banco Central Europeo, por su parte, anunció recientemente que estaría dispuesto a tolerar que su inflación se ubique por encima de su meta, un cambio sustancial en su política; aunque también habría que considerar una disminución en el ritmo de compra de activos a futuro.

Al igual que en la mayoría de países, a lo largo del semestre hemos visto un aumento sustancial en el ritmo de vacunación en Colombia. Al corte de junio se habían aplicado 18.2 millones de dosis en el país, logrando así vacunar completamente al 14% de la población y al menos parcialmente al 9%. Más importante aún es notar que dicho ritmo venía en aumento en los primeros días de julio, lo que cimienta una buena expectativa para la recuperación económica.

La economía colombiana tuvo un buen primer trimestre. A sorpresa de la mayoría de los analistas, el crecimiento del PIB al corte de marzo logró ubicarse en terreno positivo (+1.1% anual vs. +0.6% del primer trimestre de 2020). Las actividades que más contribuyeron a dicho crecimiento fueron: i) la industria (+7% vs. -0.1%); ii) la administración pública-salud-educación (+3.5% vs. +2.1%); y iii) el agro (+3.3% vs. +6.3%). Esta sorpresa en el ritmo de recuperación económica ha llevado a que revisemos nuestras estimaciones de crecimiento económica hacia el +6.6% para 2021 (como un todo). Esta es una tasa significativamente alta, pero si se tiene en cuenta la contracción del -6.8% de 2020, todavía representa un nivel de actividad económica inferior al de 2019 y menor a su potencial.

Sin embargo, el ritmo de recuperación se habría visto frenado en el segundo trimestre de 2021 por cuenta de dos elementos, a saber: i) las marchas y bloqueos de abril, mayo y junio; y ii) un tercer pico de contagios y fallecimientos a causa del Covid-19. En consecuencia hemos observado una lenta recuperación del mercado laboral (la tasa de desempleo se ubicó en el 15.6% en mayo vs. 10.5% de mayo de 2019), que prevalece como una de las grandes fuentes de vulnerabilidad de la economía, y la incertidumbre fiscal se ha tornado en la principal incertidumbre. La fallida Reforma Fiscal que se presentó en abril, por un lado, desembocó en manifestaciones y bloqueos que representaron cuellos de botella para la actividad económica; por otro lado, llevó a que nuestra deuda soberana perdiera el grado de inversión.

El Dane reportó una inflación anual del 3,63% para junio de 2021 (vs. 2,19% en junio de 2020). Tras el choque por los bloqueos, en su mayoría transitorio, en los precios de los alimentos del mes de mayo, observamos que continúan subiendo los precios de las comidas fuera del hogar y de la hotelería. La inflación sin alimentos registra una variación anual del 2,71% en junio de 2021. Si también se excluye el rubro de bienes regulados, se observa una variación anual del 1,87% en los precios. Proyectamos que la inflación cierre el año 2021 en torno al 3,9%. Gran parte de esto se debe al choque transitorio en alimentos y afectos de base estadística. Al excluir alimentos, nuestra proyección es del 2,9%.

Nuestro escenario central continúa incorporando que la Junta Directiva del Banco de la República mantenga su tasa-repo en el mínimo histórico del 1,75% durante el segundo semestre de 2021. Sin embargo, reconocemos que los recientes eventos en los mercados le quitan espacio a la actual postura de política monetaria. Prevemos que las eventuales subidas en la tasa de referencia se den en a partir de enero de 2022 y que la tasa se ubique en el 3,75% para final del año. Teniendo en cuenta el panorama monetario internacional, la Junta del BanRep buscaría una postura más cercana a la neutralidad (aunque todavía expansiva) en la medida que se cierra la brecha del producto. Seguramente veremos una discusión amplia sobre la postura de política monetaria del Banco de la República durante lo que queda del año 2021 y en 2022.

La incertidumbre fiscal continuará siendo el centro del debate económico en Colombia. El Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) reveló que la perspectiva de las cuentas fiscales del Gobierno tienen un amplio grado de incertidumbre. Tras la caída en los ingresos del Gobierno se hace necesaria una reforma tributaria. La nueva versión será presentada el 20 de julio y buscará allegar ingresos estructurales por el 1,2% del PIB a partir de 2023 (Proyecto de Inversión Social). Esto representa dos tercios del ajuste fiscal necesario, por lo que la entrante administración deberá realizar otra reforma. Pese a que la economía colombiana se recupera a un mayor ritmo del inicialmente esperado y pese al aumento en los precios del petróleo, se requerirán privatizaciones en 2021 y 2022.

La pandemia ha elevado el gasto del Gobierno a niveles sin precedentes. Somos de los pocos países cuyo déficit aumentará en 2021 con respecto a 2022. En el mediano plazo, el gasto se estabilizaría cerca del 19,6% del PIB, 1 punto porcentual por encima del nivel observado en 2019. La política fiscal expansionista del período 2020-2022 llevaría a la deuda del gobierno a ubicarse en torno al 69% del PIB. Según estas

proyecciones, en el mediano plazo (2032), la deuda del Gobierno se estabilizaría cerca al 63% del PIB (vs. 43% del PIB proyectado en el MFMP del año pasado).

El 19 de mayo S&P nos redujo la calificación de riesgo soberano a BB+, llevando a los títulos de deuda de Grado de Inversión a Grado Especulativo. Fitch le siguió, bajando la calificación de riesgo soberano a BB+ el primero de julio. Tras la caída de la reforma tributaria, Fitch usó el MFMP como insumo principal para tomar su decisión sobre la calificación. Los modelos econométricos de Fitch llevaban indicando que Colombia no era grado de inversión desde hace unos años, incluso antes de la pandemia. Sin embargo, la estabilidad macroeconómica colombiana siembre había evitado que perdiéramos el grado de inversión. Las limitaciones para realizar una consolidación fiscal estructural tras la pandemia llevan a la calificadora a revisar nuestra calificación y a alinearse con el modelo econométrico. Su principal argumento es que el aumento en la perspectiva de la deuda del Gobierno Nacional Central deja a Colombia vulnerable ante choques externos.

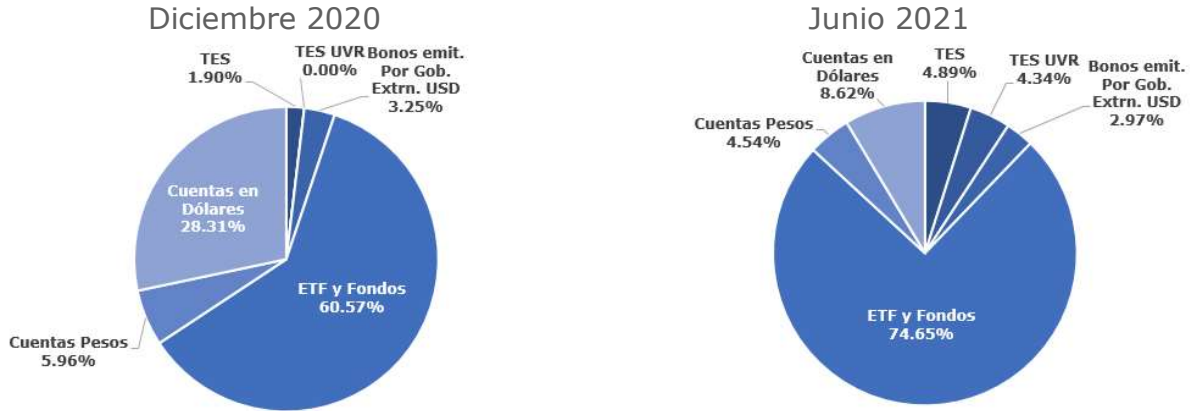
El segundo semestre continuará siendo marcado por los esfuerzos en el frente de las vacunaciones y el Covid-19. Pese al surgimiento de nuevas variantes, como la Delta, las vacunas han sido efectivas en desacoplar las curvas de contagio con las de hospitalizaciones y fallecimientos. Este hecho da una luz de positivismo para el panorama económico global y local. En este último caso, el mayor ritmo de vacunación que se avizora hacia diciembre permitiría una mayor dinamización de la economía y controlar la emergencia sanitaria. El debate de la nueva reforma tributaria, el mercado laboral y la política monetaria global y local marcarán el ritmo de los mercados en lo que resta de 2021.

3. Composición del portafolio

El Fondo de Inversión Colectiva podrá integrar el portafolio con títulos de renta fija y renta variable denominados en moneda nacional o en moneda extranjera inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores – RNVE o listados en una bolsa de valores autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia o en un sistema de cotización de valores del extranjero o títulos participativos locales o del exterior. Igualmente podrá tener participación en fondos de inversión nacionales y extranjeros de acuerdo con el principio de mejor ejecución de la inversión para el Fondo de Inversión Colectiva, y dentro del marco establecido por la política de inversión y riesgo del Fondo de Inversión Colectiva en el respectivo reglamento.

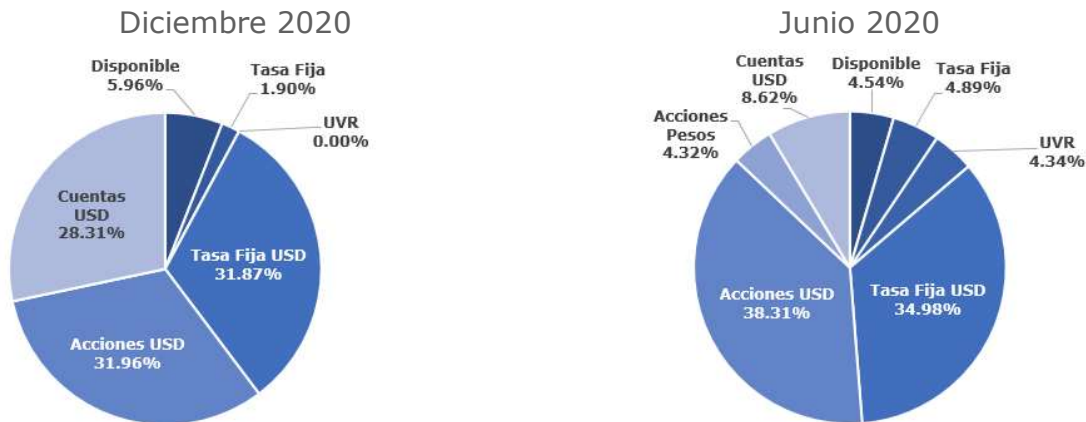
El portafolio mantendrá en todo momento un flujo de caja en pesos que garantice la liquidez del Fondo de Inversión Colectiva. Durante el semestre el portafolio concentra sus inversiones en ETFs y cuentas bancarias (Disponible). En los siguientes gráficos se observa la composición del portafolio por tipo de activo, factor de riesgo y moneda, para el cierre del período.

**Gráfico 1
COMPOSICIÓN POR TIPO DE ACTIVO**



Fuente: Vicepresidencia de Inversiones. FIDUCIARIA BOGOTÁ S.A.

**Gráfico 2
COMPOSICIÓN POR FACTOR DE RIESGO**



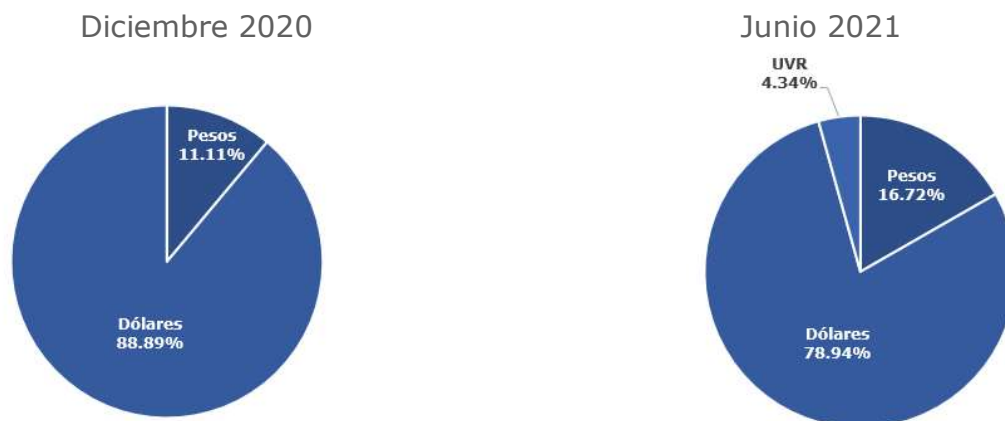
Fuente: Vicepresidencia de Inversiones FIDUCIARIA BOGOTÁ S.A.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

VIGILADO



**Gráfico 3
COMPOSICIÓN POR MONEDA**



Fuente: Vicepresidencia de Inversiones FIDUCIARIA BOGOTÁ S.A.

**Cuadro 1
Comparativo diciembre 2020 – junio 2021**

| Cubrir | 31-dic-20 | 30-jun-21 | Variación | Variación (%) |
|-------------------------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| Valor Activo (Millones) | 12,195.50 | 13,955.10 | 1,759.60 | 14.43% |
| Duración (Años) | 0.895 | 1.832 | | |
| Duración (Días) | 326.59 | 668.67 | | |

Fuente: Vicepresidencia de Inversiones FIDUCIARIA BOGOTÁ S.A.

4. Desempeño del Fondo de Inversión Colectiva

GESTIÓN DEL PORTAFOLIO

Durante el mes de marzo se mantuvo la volatilidad del mercado mundial, la cual había iniciado el mes de febrero frente al aumento en la tasa de los bonos del tesoro americano de 10 años. Siendo estos los bonos de referencia del mercado global de renta fija, el aumento en la tasa de valoración de este activo impactó a todos los activos de renta fija mundial, tanto de países desarrollados como de emergentes, reflejando así un ajuste de tasa de interés de activos de renta fija internacional.

Las razones fundamentales del ajuste corresponden a la expectativa de un mayor crecimiento en la economía global ante los resultados de los programas de vacunación, que han llevado a que el crecimiento esperado para el 2021 haya sido corregido al alza para algunos países, en especial Estados Unidos. Ante este sentimiento de optimismo los mercados han descontado, por medio de los tesoros americanos, que la inflación podría estar presionada al alza, y, por consiguiente, la tasa de la Reserva Federal (FED), que se encuentra en el rango de 0% a 0.25%, podría aumentar antes de lo estimado.

Lego de haber observado en febrero un aumento de los tesoros de 10 años hasta el 1.50%, desde el nivel de 1.12%, en el último mes llegaron a niveles máximos del 1.75%, donde la volatilidad del activo aumentó, generando desvalorizaciones en los activos de renta fija, lo cual impactó el desempeño de los portafolios durante el mes de marzo.

A nivel local, el mercado colombiano no fue ajeno a este movimiento y la curva de deuda pública (TES), tuvo un aumento en las tasas de valoración de los TES Tasa Fija. Así mismo, el ajuste de los títulos de deuda privada fue más pronunciado finalizando el trimestre, ya que en febrero algunas referencias tuvieron un escenario de valorización, que no reflejaba la realidad del ajuste de renta fija, y en marzo se observó la corrección de dicho rezago. Este ajuste en los mercados generó que los retornos en fueran inferiores a los periodos previos, ya que todos los activos de renta fija rentaron negativo en el último mes. Este movimiento ha sido reflejado por los Fondos de Inversión Colectiva y explica los resultados finalizando el primer trimestre, razón por la cual los Fondos con exposición a renta fija han presentado rentabilidades negativas temporales en el corto plazo, como consecuencia del ajuste mundial de las tasas de interés de los activos.

Abril inició con valorización de la deuda mundial, como resultado de la estabilidad en la tasa de los tesoros americanos de 10 años, que se mantuvieron alrededor del 1.60%. Sin embargo, en la última semana las curvas locales de deuda pública y deuda privada han experimentado desvalorizaciones, producto de un aumento en la aversión al riesgo de los inversionistas frente a los retos que está enfrentando el Gobierno en la actualidad: reforma tributaria, tercera ola de contagios y repercusiones de los confinamientos ante la crisis sanitaria.

Las calificadoras de riesgo se han pronunciado sobre la necesidad de encontrar el mecanismo de financiamiento para reducir el déficit fiscal y la deuda gubernamental, lo cual se espera conseguir por medio de los recaudos propuestos en la Reforma Tributaria; no obstante, la fuerte oposición que ha recibido, junto con las marchas del 28 y 29 de abril, han aumentado el riesgo de que la propuesta del Gobierno no sea aceptada, o que tenga modificaciones que afecten el recaudo estimado.

El mercado estaría descontando un escenario negativo frente al trámite legislativo, y la probabilidad de que Colombia pierda el grado de inversión ante una disminución en la calificación de riesgo del país, lo cual ha aumentado la volatilidad de los activos locales.

Mayo se caracterizó por un aumento en la volatilidad de los activos locales producto de las tensiones generadas desde la convocatoria del paro nacional el 28 de abril, generando desvalorizaciones importantes en algunas jornadas. La presión recibida llevó a que el Gobierno tomara la decisión de retirar la Reforma Tributaria el 2 de mayo, lo que conllevó a la renuncia del Ministro Alberto Carrasquilla y sus viceministros el día siguiente.

Las calificadoras se habían pronunciado sobre la necesidad de encontrar el mecanismo de financiamiento para reducir el déficit fiscal y la deuda gubernamental, lo cual se esperaba conseguir por medio de los recaudos propuestos en la Reforma Tributaria. En los últimos días de abril el mercado había descontado un escenario negativo ante la oposición pública del proyecto, sin embargo, después de que la propuesta fuera retirada, se observó una importante desvalorización de los activos locales, descontando que sin ese proyecto el recaudo del Gobierno no lograría cumplir con las expectativas de las calificadoras de riesgo, y eso podría generar una baja en la calificación.

El 19 de mayo la calificadora de riesgos S&P se pronunció y bajó la calificación de Colombia a BB+ desde BBB-, materializando así el temor que el mercado estaba descontando. Si bien, gran parte del efecto del cambio de calificación se había reflejado en los precios, cuando el cambio de calificación es efectivo, se produce un movimiento adicional como consecuencia de la aversión al riesgo y la incertidumbre que esto

genera. Esto generó jornadas adicionales de rentabilidades negativas, sin embargo, el impacto ya había sido absorbido cuando el proyecto había sido retirado.

Al inicio del mes el mercado había reflejado un desplazamiento al alza de la curva de deuda pública - TES (toda la curva aumenta en la misma proporción) ante un comportamiento típico de aversión al riesgo, frente a la incertidumbre de los eventos locales. Durante el mes continuó la desvalorización, y la curva de títulos se empinó, lo cual significa que hubo un mayor aumento en las tasas de los tramos medios y largos, y una estabilidad, o un menor aumento en la parte corta de la curva. Cuando hay un cambio de calificación, la curva suele empinarse, ya que la parte larga de la curva (títulos de mayor plazo) es la que suele reflejar la calificación de riesgo país, mientras que la parte corta suele reflejar la expectativa macroeconómica local.

El mercado local ha mantenido baja liquidez en los montos negociados, lo cual es un factor que puede aumentar la volatilidad de los activos, ya que, con bajos montos, se puede generar variaciones de precios importantes. Se observaron retornos negativos en los FICs de renta fija conservadores y moderados, aunque la desvalorización de los FICs conservadores fue en menor proporción, acorde a su perfil de riesgo.

Durante junio se observaron escenarios mixtos en el comportamiento del mercado de renta fija local. Iniciando el mes se presentaron valorizaciones en los títulos de deuda, reflejando un mayor apetito de los inversionistas, especialmente de los extranjeros, que habían finalizado mayo con un aumento en su participación en Colombia.

Sin embargo, en las últimas semanas se presentó un aumento en la volatilidad del mercado, y a su vez desvalorizaciones en el desempeño de los activos de renta fija, lo cual fue percibido en el comportamiento de los Fondos de Inversión Colectiva. A nivel global los activos de renta fija tuvieron un ajuste en sus resultados, especialmente de los títulos de corto y mediano plazo, como un reflejo del movimiento de la curva de tesoros americanos que tuvo un movimiento de "aplanamiento", donde los títulos de más largo plazo, 10, 30 años, se valorizaron, en contraste con los títulos de menor duración, producto de la presión inflacionaria.

A nivel local, también se presentó un "aplanamiento" de la curva de TES, activo referente de la renta fija colombiana, como una respuesta al movimiento externo, y también ante el cambio en las expectativas de inflación, a raíz de la sorpresa inflacionaria de mayo, donde la inflación mensual aumentó 1%, llevando el resultado anual a 3.30% y de esta manera la expectativa de cierre del 2021 se acerca más al 4%. Este resultado llevó a reconsiderar las expectativas sobre el inicio de la política monetaria alcista del Banco de la República.

Actualmente la tasa de intervención del Banco de la República se encuentra en 1.75%, y el consenso de analistas coincide que el próximo movimiento del Banco será al alza, la incertidumbre se encuentra en el inicio de este proceso. A nivel regional se ha percibido una presión en este aspecto, dado que en Brasil y México ya iniciaron este aumento, y se espera que Perú y Chile sean los próximos.

Estos factores, junto con la incertidumbre del futuro de la reforma tributaria y de un pronunciamiento frente a la calificación de riesgo país, llevaron que junio fuese un mes con aumento en su volatilidad, especialmente en las últimas jornadas.

El mercado de renta variable local tuvo un semestre de desvalorización, producto de la incertidumbre en el crecimiento local, las nuevas medidas de confinamiento y el lento proceso de vacunación. Esto generó una expectativa negativa frente al resultado de las compañías, lo cual fue reflejado en el precio de las acciones.

Asimismo, la tasa de cambio tuvo un aumento lo cual favoreció el desempeño del Fondo, que se encuentra expuesto a la moneda, generando retornos positivos durante el periodo, compensando de esta manera el efecto negativo del comportamiento de la renta fija a nivel mundial.

El Fondo está diseñado como una alternativa de inversión dirigida a inversionistas dispuestos a asumir riesgos superiores a aquellos que se asocian a inversiones en activos más tradicionales, el riesgo del Fondo se califica como ALTO.

RENTABILIDADES

La rentabilidad bruta trimestral del Fondo de Inversión Colectiva Abierto Cubrir (FIC Cubrir) durante el primer semestre 2021, presentó un nivel máximo del 28.22% EA en abril y un mínimo de -1.73% EA en enero, de acuerdo al comportamiento del mercado y la composición del portafolio (Cuadro 2). De igual manera se presentan las rentabilidades netas trimestrales a cierre de cada mes por tipo de participación (Cuadro 3).

Cuadro 2
Rentabilidades brutas trimestrales a cierre de mes

| Fecha | Rentabilidad Bruta Trimestral |
|----------|-------------------------------|
| ene-21 | -1.73% |
| feb-21 | 10.71% |
| mar-21 | 26.17% |
| abr-21 | 28.22% |
| may-21 | 20.34% |
| jun-21 | 21.70% |
| Promedio | 17.57% |

Cuadro 3
Rentabilidades netas trimestrales a cierre de mes por tipo de participación

| Tipo de Participación | ene-21 | feb-21 | mar-21 | abr-21 | may-21 | jun-21 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Inversionista Tipo I | -3.53% | 8.71% | 23.87% | 26.04% | 18.28% | 19.83% |
| Inversionista Tipo II | -3.44% | 8.78% | 23.97% | 25.98% | 18.24% | 19.54% |

Fuente: Vicepresidencia de Riesgos FIDUCIARIA BOGOTA S.A

El comportamiento de la rentabilidad del FIC Cubrir durante el primer semestre 2021 estuvo acorde a las condiciones del mercado mundial, e influenciado por la volatilidad de la tasa de cambio presentada a lo largo del período.

Gráfico 4
Evolución del valor del FIC (\$ millones)



5. Evolución del valor de la unidad

El valor de la unidad del Fondo de Inversión Colectiva vigente para el día y aplicable para las operaciones realizables en esta fecha estará dado por el valor del pre-cierre del Fondo de Inversión Colectiva dividido entre el número total de unidades para el inicio del día. Debe tenerse en cuenta, que el valor de la unidad del Fondo de Inversión Colectiva es el que determinará el número de unidades correspondientes a los INVERSIONISTAS y que será el referente para el ejercicio de los derechos políticos conforme se establece en este reglamento. El valor de la unidad de cada tipo de participación del Fondo de Inversión Colectiva vigente para el día y aplicable para las operaciones realizables en esta fecha estará dado por el valor del pre-cierre de cada tipo de participación del Fondo de Inversión Colectiva dividido entre el número de unidades del tipo de participación para el inicio del día. Para cada tipo de participación se le definirá el valor de cada unidad de conformidad con el procedimiento establecido en el párrafo anterior.

El resumen de la rentabilidad percibida por los inversionistas del FIC Cubrir durante el semestre se observa en el cuadro 4, donde se muestra tanto el cambio que tuvo el valor de la unidad, como la rentabilidad durante el primer semestre 2021 para cada tipo de participación. La variación para todos los tipos de participación en el semestre fue positiva producto de la devaluación del peso colombiano a lo largo del semestre.

Cuadro 4
Cambio en valor de la unidad

| Tipo de Participación | Valor Unidad 31-dic-2020 | Valor Unidad 30-jun-2021 | Rentabilidad Neta Semestre |
|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| Inversionista Tipo I | 12,536.08 | 13,825.24 | 21.82% |
| Inversionista Tipo II | 12,540.03 | 13,824.15 | 21.73% |

Fuente: Vicepresidencia de Riesgos FIDUCIARIA BOGOTA S.A

6. Gastos

Acorde a lo descrito en el capítulo sexto del reglamento del Fondo, los gastos que son imputables al Fondo De Inversión Colectiva Abierto con Pacto de Permanencia Cubrir Balanceado Internacional son todos aquellos necesarios para el funcionamiento y gestión del mismo, como los que se enuncian a continuación:

- 6.1.1. El costo del contrato de depósito de los valores que componen el portafolio;
- 6.1.2. El costo del contrato de custodia de los valores que hagan parte del portafolio;
- 6.1.3. La remuneración de la FIDUCIARIA en los términos indicados en la cláusula 6.2 de este reglamento;
- 6.1.4. Los honorarios y gastos en que haya de incurrirse para la defensa de los intereses del Fondo de Inversión Colectiva, cuando las circunstancias así lo exijan;
- 6.1.5. El valor de los seguros y amparos de los activos del Fondo de Inversión Colectiva, distintos de la cobertura a que se refiere el artículo 3.1.1.3.4 del Decreto 2555 de 2010 ó norma posterior que lo sustituya, modifique ó adicione.
- 6.1.6. Los gastos bancarios que se originen en el depósito de los recursos del Fondo de Inversión Colectiva;
- 6.1.7. Los gastos en que se incurra para la citación y celebración de las Asambleas de los Inversionistas.
- 6.1.8. Los tributos que graven directamente los valores, los activos o los ingresos del Fondo de Inversión Colectiva.
- 6.1.9. Los honorarios y gastos causados por la Revisoría Fiscal del Fondo De Inversión Colectiva Abierto con Pacto de Permanencia Cubrir Balanceado Internacional.
- 6.1.10. Los gastos correspondientes al pago de comisiones que se relacionen con la adquisición o enajenación de activos que hace parte de las inversiones y la realización de operaciones, así como la participación en sistemas de negociación, en todo caso la FIDUCIARIA siempre será la intermediaria para la adquisición o enajenación de activos del Fondo de Inversión Colectiva.
- 6.1.11. Los intereses y demás rendimientos financieros que deban cancelarse con ocasión de las operaciones de reporto o repo, simultáneas, transferencia temporal de valores y para el cubrimiento de las operaciones de crédito que se encuentren autorizadas en los términos del presente reglamento.
- 6.1.12. Los gastos en que se incurra por concepto de coberturas o derivados.
- 6.1.13. Gastos de suministro de cualquier información a los INVERSIONISTAS o BENEFICIARIOS.
- 6.1.14. Gastos que ocasione la utilización de la red de oficinas suscritas.
- 6.1.15. Gastos que se generen por transacciones financieras realizadas a través de canales electrónicos y por el uso de canales electrónicos.

PARÁGRAFO PRIMERO. Los gastos y obligaciones serán asumidos por la totalidad del Fondo de Inversión Colectiva a prorrata de la participación en este.

PARÁGRAFO SEGUNDO. Los gastos de los numerales 6.1.1, 6.1.2, 6.1.6, 6.1.9, 6.1.14 y 6.1.16 se podrán causar diariamente y se ajustarán con el pago definitivo facturado por la entidad correspondiente.

PARÁGRAFO TERCERO. Los gastos atribuibles a un cliente, por concepto de generación de información adicional a la estipulada en el reglamento, las transacciones o servicios para un cliente en especial y cualquiera otro gasto en que el Fondo de Inversión Colectiva tenga que incurrir para atender las solicitudes o necesidades de un cliente específico, podrán ser trasladados a éste, como una disminución del valor de la inversión, informando oportunamente al cliente el valor y la justificación del cobro vía correo electrónico o a la última dirección de correspondencia registrada por el INVERSIONISTA.

ANÁLISIS DE GASTOS

El gasto más representativo del FIC correspondió a la comisión de administración, siendo ésta la única remuneración que recibe la Sociedad Fiduciaria por la gestión del Fondo. Los demás gastos corresponden a la administración normal del Fondo.

Cuadro 5
Gastos

| Composición de los Gastos de Administración | 30 de junio de 2021 | Análisis Vertical | 30 de junio de 2020 | Análisis Vertical | Variación Absoluta | Variación Relativa |
|---|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Comisión por Administración del FIC | \$ 122 | 92% | 118 | 94% | 4 | 3% |
| Gasto Servicio Bancario | - | 0% | - | 0% | - | 0% |
| Revisoría Fiscal y Auditoría Externa | 2 | 2% | 3 | 2% | (1) | -33% |
| Custodia de Documentos | 2 | 2% | 3 | 2% | (1) | -33% |
| Servicio Transaccional BVC | 6 | 5% | 2 | 2% | 4 | 200% |
| Total Gastos de Administración | \$ 132 | 100% | 126 | 100% | 6 | 137% |

cifras expresadas en millones de pesos

Fuente: Gerencia de Contabilidad FIDUCIARIA BOGOTA S.A.

7. Estados Financieros

Cuadro 6
Estados Financieros

| FONDO DE INVERSIÓN COLECTIVA ABIERTO CON PACTO DE PERMANENCIA CUBRIR BALANCEADO INTERNACIONAL | 30 de junio de 2021 | Análisis Vertical | 30 de junio de 2020 | Análisis Vertical | Variación Absoluta | Variación Relativa |
|---|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Estados de Situación Financiera | | | | | | |
| <u>Activos</u> | | | | | | |
| Efectivo | \$ 1,844 | 13% | 1,153 | 9% | 691 | 60% |
| Inversiones | | | | | | |
| Inversiones a valor razonable con cambios en resultados | 12,111 | 87% | 12,117 | 91% | (6) | 0% |
| Cuentas por cobrar | 1 | 0% | 1 | 0% | - | 0% |
| Total Activo | 13,956 | 100% | 13,271 | 100% | 685 | 60% |
| <u>Pasivos</u> | | | | | | |
| Instrumentos Financieros a valor razonable | | | | | | |
| Cuentas por pagar | 1 | 0% | 1 | 0% | - | 0% |
| <u>Activos Netos de los Inversionistas</u> | | | | | | |
| Activos Netos de los Inversionistas | \$ 13,955 | 100% | 13,270 | 100% | 685 | 5% |
| <i>cifras expresadas en millones de pesos</i> | | | | | | |
| Análisis Instrumentos Financieros - Derivados | | | | | | |
| Comportamiento neto Operaciones Instrumentos Financieros | \$ (2) | 0% | - | 0% | (2) | NA |
| <i>cifras expresadas en millones de pesos</i> | | | | | | |
| Estados de Ingresos y Gastos | | | | | | |
| Ingresos de Operaciones Ordinarias | | | | | | |
| Ganancia neta por Valoración de Inversiones | \$ 1,544 | 11% | 1,656 | 12% | (112) | -7% |
| Ganancia neta por Venta de inversiones | - | 0% | 7 | 0% | (7) | -100% |
| Distribución de penalización por retiro anticipado | 3 | 0% | 4 | 0% | (1) | -25% |
| | 1,547 | 11% | 1,667 | 13% | (120) | -132% |
| Gastos de Operaciones Ordinarias | | | | | | |
| Pérdida neta por Valoración de Inversiones | \$ 90 | 1% | 1 | 0% | 89 | 8900% |
| Pérdida neta por Venta de inversiones | 21 | 0% | - | 0% | 21 | NA |
| Gastos de Administración | 132 | 1% | 126 | 1% | 6 | 5% |
| | 243 | 2% | 127 | 1% | 116 | 8905% |
| Variación en los activos netos de los inversionistas por rendimientos | \$ 1,304 | 9% | 1,540 | 12% | (236) | -15% |
| <i>cifras expresadas en millones de pesos</i> | | | | | | |

Fuente: Gerencia de Contabilidad FIDUCIARIA BOGOTA S.A.

Los Estados Financieros con sus notas pueden ser consultados en la página web de la Fiduciaria: www.fidubogota.com

8. Gestión de Riesgos

La gestión de riesgos se basa en un modelo de administración integral que incluye los riesgos de crédito, mercado, liquidez, operacional, continuidad de negocio, seguridad de la información, antifraude y anticorrupción. La administración de los riesgos a los cuales se encuentran expuestos los procesos y recursos tanto en fondos de inversión colectiva, portafolios de negocios fiduciarios, portafolio propio de la entidad y los fideicomisos administrados, incluyen la identificación, medición, control y monitoreo de los mismos de acuerdo al apetito de riesgos de la entidad.

Una de las principales estrategias de la Fiduciaria para gestionar riesgos es la identificación de los riesgos críticos de la entidad, sobre los cuales se establece un gobierno que incluye: definición de controles clave, análisis de un adecuado diseño a través de pruebas de recorrido, roles y responsabilidades, indicadores de monitoreo, entre otros aspectos. La gestión de riesgos críticos permite focalizar los esfuerzos hacia las acciones que generen mayor impacto en la minimización de los niveles de riesgos residual y así mismo ayuda al monitoreo de la segunda y tercera línea de defensa.

Uno de los objetivos de este esquema de administración es la necesidad de alinear la gestión de estos riesgos con el apetito declarado por la Junta Directiva y la estrategia de la entidad, de manera que haya congruencia entre la forma en que dichos riesgos son administrados y lo que la Alta Dirección ha decidido aceptar frente a cada uno de ellos.

No obstante, en concordancia con la ley, Fiduciaria Bogotá cumple con los requisitos de administración de riesgos establecidos por la Circular Básica Contable y Financiera (CBCF) de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) y con las mejores prácticas de la industria.

Las políticas y procedimientos de la gestión de los riesgos son aprobadas por la Junta Directiva y son establecidas acorde al monto de los recursos administrados y a la complejidad de las inversiones, negocios y estrategias de la compañía.

Riesgo de Crédito

Fiduciaria Bogotá cuenta con políticas, límites y metodologías para la gestión del riesgo de crédito, las cuales permiten evaluar los diferentes emisores y contrapartes para la definición y seguimiento de los cupos de disponible, inversión y contraparte que enmarcan la exposición global de los portafolios administrados.

Las metodologías usadas para gestionar riesgos de crédito, ponderan aspectos cuantitativos y cualitativos que incluye la suficiencia de capital, la calidad de los activos, los niveles de eficiencia operativa, los indicadores de rentabilidad, los niveles de endeudamiento y liquidez, sector económico, gobierno corporativo, aspectos reputacionales, entre otros. Los cupos resultantes son discutidos y aprobados por las instancias de Comité de Riesgos y Junta Directiva

Se cuenta con actividades de monitoreo:

- El cumplimiento de los cupos, límites y políticas de inversión de cada portafolio, el cual tiene un control diario y en caso de incidencias por sobrepasos, se define un plan de acción con el fin de corregirlo.

- La evolución de la calidad crediticia de las contrapartes con las que se negocia, y los emisores en los cuales se tienen inversiones, verificando información relevante y realizando un seguimiento a las calificación y evolución de las cifras de las entidades.
- Visitas a los emisores y contrapartes con las que opera de manera periódica y participa en las Asambleas de Tenedores de Bonos de las emisiones, en donde se revisan aspectos financieros y cualitativos relevantes.

Entre los aspectos relevantes realizados durante el primer semestre de 2021, se encuentran:

- Revisión de cupos de establecimientos de crédito, Administradoras de Fondos de Pensiones, soberanos, multilaterales
- Revisión nuevos emisores
- Inclusión de aspectos ESG en metodología de asignación de cupos en establecimientos de crédito

Riesgo de Mercado

En Fiduciaria Bogotá, se mantiene un Sistema de Administración del Riesgo de Mercado (SARM) robusto, adecuado al tamaño de la entidad y que cumple con lo determinado en el Capítulo XXI de la CBCF expedida por la SFC.

Para la medición de riesgo de mercado, la Fiduciaria cuenta con una metodología interna de cálculo del Valor en Riesgo (VaR) de los portafolios administrados, en donde los activos se agrupan de acuerdo al factor de riesgo al que se encuentran expuestos y su medición se realiza mediante un modelo paramétrico con un nivel de confianza del 99% según el modelo de distribución de probabilidad normal y un horizonte de tiempo de 1 día.

La medición y monitoreo de límites se realiza con periodicidad diaria y se remite mediante un reporte interno dirigido al área de Inversiones, este reporte va acompañado de medidas complementarias al VaR, como el component VaR, conditional VaR, duración, pruebas de estrés, entre otros, las cuales permiten una adecuada gestión de riesgo de mercado en los portafolios administrados. Mensualmente se realiza un back testing de los resultados de VaR, con el fin de validar la precisión del modelo en la predicción diaria, con esta misma periodicidad se calcula el Valor en Riesgo según la metodología estándar de medición del Valor en Riesgo descrita en el Anexo 2 del Capítulo XXI de la CBCF.

La Dirección de Riesgo de Mercado realiza la medición del desempeño de los portafolios administrados y gestionados por la mesa de dinero de Fiduciaria Bogotá, el objetivo de este cálculo es conocer en donde se está asumiendo mayor o menor riesgo frente a su portafolio de referencia y como este riesgo es compensado a través de la rentabilidad, lo anterior permite realizar un monitoreo de riesgo relativo y de relación riesgo – retorno.

Durante el primer semestre de 2021 se ha realizado un monitoreo constante de los indicadores de riesgo de mercado, dadas las volatilidades recientes. Así mismo, se realizó la actualización de las atribuciones de negociación de la mesa de dinero, lo anterior, con base en el volumen de negociación histórico, la participación en el mercado y la evolución de los recursos administrados.

Riesgo de Liquidez

Fiduciaria Bogotá cuenta con un Sistema de Administración del Riesgo de Liquidez (SARL) que se enmarca por lo establecido en el Capítulo VI de la CBCF expedida por la SFC, a través del cual las exposiciones a este riesgo son gestionadas para los fondos de inversión colectiva administrados, los negocios fiduciarios que aplique y el portafolio de la sociedad fiduciaria.

La medición del riesgo de liquidez de los fondos de inversión colectiva, se ha definido como la relación entre un máximo retiro probable (que proviene de un modelo estadístico) teniendo en cuenta los flujos netos por vencimientos contractuales, y el dinero disponible en cuentas a la vista sumado a los activos ajustados por la liquidez del mercado. El indicador para la medición de este riesgo se denomina Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) y se calcula con un nivel de confianza del 95% y un horizonte de 5 días, de igual manera son aplicadas diariamente pruebas de estrés de liquidez, dichos modelos son sujetos a pruebas de backtesting con periodicidad mensual.

Durante el segundo semestre se realizó la revisión y actualización de la metodología de riesgo de liquidez interna, dicho análisis se basó en incluir los aprendizajes de la crisis generada por la pandemia, analizar las alertas del backtesting del modelo, analizar el comportamiento histórico del movimiento neto de los FICs, revisar los haircuts aplicados a los activos líquidos de mercado y analizar la metodología de estimación del MRP incorporando mejores prácticas internacionales. El principal cambio se realizó en el IRL estresado, en donde en la estimación del expected shortfall (99%) por simulación histórica, se incluyó un ajuste por volatilidad para que el MRP reaccione más rápido ante eventos de volatilidad en los retiros del FIC.

Con base en las mediciones diarias del riesgo de liquidez, se generan alertas tempranas y se limita la exposición a este riesgo, garantizando la disponibilidad de los recursos para atender oportunamente las salidas de dinero.

Así mismo, para los fondos que aplique, se calcula el Indicador de Riesgo de Liquidez usando la metodología estándar, descrita en el Anexo 3 del Capítulo VI de la Circular Básica Contable y Financiera (CBCF).

Durante el primer semestre de 2021 se ha realizado un monitoreo constante de la evolución de los indicadores de riesgo de liquidez, debido a que las recientes volatilidades han desencadenado en retiros de clientes, disminuyendo los recursos administrados. En todo caso, los fondos han contado con la liquidez suficiente para atender los retiros.

Fiduciaria Bogotá cuenta con un Plan de Contingencia de Liquidez cuyo objetivo es definir los procedimientos, roles, responsabilidades y mecanismos de actuación de la Fiduciaria, que le permitan mitigar la exposición al riesgo de liquidez de los recursos propios y de terceros administrados, ante situaciones excepcionales o de crisis de liquidez. Este procedimiento es aprobado por la Junta Directiva y/o el Comité de Riesgos y es revisado al menos una vez al año por el Comité de Riesgos para considerar nuevas posibilidades de mecanismos de actuación y revisar su eficacia en caso que haya sido activado.

Riesgo Operacional

El Sistema de Administración de Riesgo Operacional (SARO) de la Entidad, está basado en el cumplimiento de las etapas en la gestión de riesgos (identificación, medición, control y monitoreo) a los cuales están expuestos los nuevos proyectos, productos o servicios y los procesos en desarrollo de la actividad propia del negocio.

El SARO está compuesto por un conjunto de elementos tales como: políticas, procedimientos, documentación, manual de Riesgo Operacional, estructura organizacional, registro de Eventos de Riesgo Operacional (EROs), órganos de control, plataforma tecnológica, divulgación de información, capacitación.

En la administración del Riesgo Operacional, se encuentran los riesgos de Continuidad de Negocio (CN), de seguridad de la información (SI), de corrupción (ABAC) y de reporte financiero (SOX).

Entre los aspectos relevantes llevados a cabo durante el último semestre se encuentran:

- Implementación de aplicación corporativa (SIXPRO) para la administración y gestión de los controles SOX.
- Ajustes en la metodología de Riesgo Operacional, resultado de la implementación de la circular 025 de 2020, entre los cuales se resaltan la eliminación de la tipología de EROs Tipo C y la implementación de análisis de riesgos y definición de debida diligencia en terceros.
- Participación en el proyecto GRC (Gobierno, Riesgo y Cumplimiento) donde se busca la integración de los módulos de arquitectura empresarial, gestión de procesos, gestión de riesgos y compliance.
- Fortalecimiento del análisis de riesgos y controles en los procesos que integran el rediseño del modelo operativo de la Fiduciaria.
- Fortalecimiento al Monitoreo de los indicadores de los riesgos con mayor nivel de exposición y seguimiento a las acciones de mejora definidas para el fortalecimiento de dichos riesgos.
- Fortalecimiento en la implementación de lineamientos (buenas prácticas) de riesgo operacional en los consorcios en los que participa la Entidad.
- Actualización de la documentación que soporta el SARO.

Continuidad de Negocio

El Sistema de Gestión de Continuidad de Negocio SGCN está orientado a la adecuada y efectiva respuesta a incidentes ante situaciones adversas que exacerben la materialización de riesgos de disponibilidad, a través de estrategias de administración de crisis, recuperación y resiliencia organizacional que conlleven a continuar con las actividades del negocio y la prestación del servicio a un nivel de capacidad permitido.

En el primer semestre del 2021, se ajustó y fortaleció la metodología y análisis de impacto al negocio con el fin de apoyar las estrategias de mitigación de riesgos de continuidad y reevaluar y actualizar los criterios de calificación de criticidad de los procesos de Fiduciaria Bogotá.

También se realizó la evaluación de riesgos de continuidad a los proveedores críticos de la organización y se apoyó a los consorcios en la definición de lineamientos y estrategias para la continuidad de sus procesos.

Entre las actividades más relevantes están:

- Actualización del manual y la política del sistema de gestión de continuidad de negocio.
- Actualización de la metodología para realizar el análisis de impacto al negocio (BIA).
- Ejecución las pruebas de continuidad de procesos planeadas para el del primer semestre.
- Fortalecimiento y formalización de la estrategia de recuperación para el cierre de fondos.

Seguridad de la información

El Sistema de Gestión de Seguridad del Información SGSI está focalizado en el adecuado manejo de la mitigación de los riesgos que puedan afectar la confidencialidad e integridad de la información que soporta todas las operaciones del negocio, teniendo en cuenta la aplicación del modelo de seguridad de la Información que reúne los diferentes requerimientos legales, normativos, técnicos y las buenas prácticas en la materia y que apoya las políticas corporativas de Fiduciaria Bogotá.

Para el primer semestre del año 2021, se continuó trabajado en la mejora continua, particularmente en la implementación de nuevas herramientas tecnológicas y controles que permiten mitigar el riesgo de fuga de información en el formato de trabajo en casa. Adicionalmente, se desarrolló el programa de seguridad de la información, focalizado en el fortalecimiento de políticas y procedimientos para brindar a los colaboradores elementos de actuación, frente a cualquier evento de seguridad que se les pueda presentar.

De igual forma, se adaptó la estrategia para apoyar y asesorar a nuestros proveedores en el cumplimiento normativo y en la ejecución de nuevos proyectos de la entidad, fortaleciendo controles que mitiguen riesgos de confidencialidad, integridad y disponibilidad de la información.

Dentro de las actividades más relevantes del semestre están:

- Actualización de la política de seguridad de la información, alineada con las directrices del Grupo Aval y normativa vigente.
- Apoyo en la implementación de la solución para el control de fuga de información en la nube y en dispositivos móviles.
- Afinamiento y estabilización de las políticas y reglas definidas para el control de fuga de información.
- Fortalecimiento en el monitoreo de asignación de accesos lógicos a los sistemas de información de la fiduciaria.
- Participación y definición de conceptos y controles de seguridad en proyectos estratégicos como:
 - Plataforma de Recaudos
 - Automatización de liquidez
 - Vinculación inmobiliaria en línea

"Las obligaciones de la sociedad administradora del fondo de inversión colectiva relacionadas con la gestión del portafolio son de medio y no de resultado. Los dineros entregados por los INVERSIONISTAS a los Fondos de Inversión Colectiva no son depósitos, ni generan para la sociedad administradora las obligaciones propias de una institución de depósito y no están amparados por el seguro de depósito del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras -FOGAFIN, ni por ninguno otro esquema de dicha naturaleza. La inversión en el Fondo de Inversión Colectiva está sujeta a los riesgos de inversión, derivados de la evolución de los precios de los activos que componen el portafolio del respectivo fondo de inversión colectiva". Decreto 2555 de 2010, artículo 3.1.1.9.3 ó norma posterior que lo sustituya, modifique ó adicione.