

## Sociedades de Garantía Recíproca - SGR - Retrospectiva y Escenario Actual

### Factores Relevantes

Índice	Página
Factores Relevantes	1
Ambiente Regulatorio y Operativo	2
Antecedentes	2
Funcionamiento	2
Crecimiento del Sistema de Garantías	6
Situación Actual del Sistema de Garantías	8
ANEXO I: Estadísticas	10
ANEXO II: Calificaciones Vigentes	11
ANEXO III: Resumen Marco Regulatorio	12

**Ambiente Operativo:** Tras los cambios positivos en el entorno operacional y dentro de la coyuntura macroeconómica del país, las Sociedades de Garantía Recíproca lograron una mayor flexibilidad para gestionar y aumentar su nivel de actividad. Las nuevas regulaciones intentan incrementar la promoción del sistema de SGR con el objetivo de desarrollar la oferta crediticia. FIX reconoce que si bien las SGR mostraron un fuerte crecimiento, sobre todo en los últimos dos años, es un desafío para el Estado Nacional lograr consolidar el sistema de SGRs como soporte crediticio del segmento Pymes cuyo desarrollo tiene un importante efecto dentro de la actividad económica, tanto a través de la generación de empleo, como de la reducción de la informalidad y la mayor inclusión financiera en el país. El sistema se basa en el incentivo fiscal para la formación del Fondo de Garantía y la externalidad positiva determinada por la asistencia analítica que las SGR pueden otorgar, especialmente a las PYMES (Socios Partícipes)

**Alto potencial de crecimiento:** El sistema logró progresivamente una mayor capilaridad en cuanto a la asistencia a Pymes tomando mayor impulso fundamentalmente en los últimos 2 años, finalizando el 2016 con un total de 7120 pequeñas empresas avaladas, de las cuales el 51.3% corresponden a nuevas Pymes. A pesar del crecimiento de la cantidad de Pymes asistidas aún se evidencia una baja penetración del sistema de SGR sobre el universo de Pymes en el país (la cartera de créditos –riesgo vivo- representa sólo el 0,16% del PBI a dic'16) y un alto potencial de crecimiento. FIX espera una creciente profundización del sistema con un mayor volumen de Pymes asistidas, que derivaría un fuerte crecimiento del riesgo vivo de las SGR a mediano plazo.

**Creciente apalancamiento:** Como resultado de los esfuerzos de la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción para lograr un crecimiento del volumen de Pymes asistidas, estableciendo incentivos orientados a incrementar el RV de las SGR, el sistema progresivamente ha incrementado su apalancamiento, y se espera que conserve esta tendencia, hacia niveles por encima de 2,5 veces (garantías vigentes/ FR Integrado).

**Concentración por región y actividad:** Desde sus inicios, el sistema muestra una elevada concentración por zona geográfica y por sector económico. Las regiones del Centro, Metropolitana y del Interior de la Pcia. de Buenos Aires concentran el 71.6% de los avales otorgados a jun'17. Mientras que por sector económico, el mayor favorecido históricamente es el agropecuario, en términos de montos nominales, con el 36% del RV a jun'17 (vs 31.3% a jun'16). Es un desafío para las SGRs lograr una mayor diversificación en ambos sentidos, reduciendo riesgos.

**Buena calidad de activos:** La cartera irregular de los avales del sector se conserva en niveles históricamente bajos, en parte beneficiados por los altos niveles de inflación de los últimos años, y el contexto de tasas de interés reales negativas. Al examinar el monto de las garantías recuperadas en función de las caídas de los últimos cuatro años, el ratio es elevado (85,1% a dic'16), mientras que el promedio de garantías caídas brutas en el mismo período sólo representaron el 2,6% de las garantías originadas. Ambos indicadores explican la muy buena calidad de la cartera (Garantías Irregulares / RV: 2,3% a Jun'17).

**Buenos niveles de liquidez:** Las SGR buscan conformar carteras conservadoras priorizando y resguardando el capital aportado por los Socios Protectores, alocaándose en alternativas con elevada liquidez, bajo riesgo crediticio y alto mercado secundario, con especial atención en el riesgo de moneda y los lineamientos normativos impuestos por el ente regulador en materia de solvencia y liquidez.

### Analistas

#### Analista Principal

Yesica Colman  
 Analista  
 (+5411) 5235-8100  
[yesica.colman@fixscr.com](mailto:yesica.colman@fixscr.com)

#### Analistas Secundarios

Darío Logiodice  
 Director  
 (+5411) 5235-8136  
[dario.logiodice@fixscr.com](mailto:dario.logiodice@fixscr.com)

M. Luisa Duarte  
 Director  
 (+5411) 5235-8112  
[maria.duarte@fixscr.com](mailto:maria.duarte@fixscr.com)

### Responsable del Sector

María Fernanda Lopez  
 (+5411) 5235-8130  
[mariafernanda.lopez@fixscr.com](mailto:mariafernanda.lopez@fixscr.com)

## Ambiente Regulatorio y Operativo

### Antecedentes

- 1994 Ley provincial 11.560 crea FOGABA
- 1995 Ley 24.467 inicia el sistema de garantías en Argentina
- 2000 Ley 25.300 complementa Ley 24.467
- 2001 Decreto 1076/2001, reglamenta el sistema creado mediante las Leyes 24.467 y 25.300
- 2009 Ley 26.496 modifica el Art. 34 de la Ley 24.467
- 2010 Disposición 128/2010, unifica la reglamentación dictaminada
- 2013 Resolución 212/2013 deroga la Disp. 128/2010
- 2016 Disposición 34-E/2016, modifica la Resolución 212/2013

Las sociedades de garantía recíproca, conocidas por sus siglas SGR, tuvieron su origen en el año 1997 con la promulgación de la Ley 24.467<sup>1</sup> en la que, entre otras cuestiones, se define el término MiPyme. Como antecedente previo a la mencionada Ley, se encuentra el Fondo de Garantías de Buenos Aires<sup>2</sup> creado en 1994. FOGABA fue instaurado con el objetivo de fomentar y promocionar la actividad económica en su entorno de actuación, la Provincia de Buenos Aires. El sistema logra su consolidación en el año 2005 con la reactivación de la demanda de crédito luego de la crisis del 2001-2002.

En la actualidad, el marco regulatorio del sistema de SGR está compuesto, además de la mencionada Ley, por el Decreto 1076/2001<sup>3</sup> y la Resolución 212/2013<sup>4</sup>. Asimismo, a través de la reciente Ley 27.264 en el marco del Programa de Recuperación Productiva, se modifica el artículo 8 de la Ley 25.300 sobre la creación del Fondo de Garantía para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (Fogapyme) que posee como objetivo principal ayudar a la consolidación del Sistema de Garantía Recíproca y Fondos de Garantía en Argentina mediante el otorgamiento de garantías en respaldo de las que emitan las SGR, fondos provinciales o regionales o de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires así como ofreciendo garantías directas. Su accionista principal es el Estado Nacional.

La conformación de las SGR en el territorio argentino implica un esfuerzo por parte del Estado en pos de construir un sistema mixto de promoción y financiamiento de las MiPymes. En este sentido, el Banco de la Nación Argentina, en su carácter de agente financiero del Gobierno Nacional, efectuó aportes para la creación de la primera SGR, Garantizar SGR, que actualmente es la SGR más grande del país, con un market share del 41.9% por volumen de garantías.

El ente de Contralor de las SGR es la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción (ex SEPYME) dependiente del Ministerio de Producción. Asimismo, aquellas que se encuentren inscriptas en el registro habilitado por la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias del BCRA (cuyas garantías son consideradas Preferidas A) deben cumplir con determinados requisitos fijados por el referido organismo<sup>5</sup>, entre los que se encuentran cumplir regularmente con el régimen informativo establecido por el BCRA para la "Central de Deudores" sobre la clasificación de los socios partícipes.

### Funcionamiento

Las SGRs poseen dos tipos de Socios: a) Partícipes, las Pymes que solicitan avales, y b) Protectores, personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realizan los aportes de capital del Fondo de Riesgo de las SGR. Para constituir una SGR, es preciso que la misma cuente con un mínimo de 120 Socios Partícipes.

Dichas sociedades actúan como instituciones cuya finalidad principal es facilitar y mejorar las condiciones de acceso al financiamiento a sus Socios Partícipes en las operaciones de crédito que lleven a cabo. Las SGR emiten avales financieros (préstamos), técnicos o comerciales (ante proveedores o anticipos de clientes) mediante la celebración de contratos de garantía recíproca y como contrapartida reciben a su favor contragarantías otorgadas por las Pymes, que son ejecutadas en caso de verificarse incumplimiento. Además, estas instituciones también podrán brindar asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa o indirecta.

Existen determinados requisitos para poder ser Socio Partícipe:

<sup>1</sup> Modificada por la Ley 25.300 de Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MiPyme)

<sup>2</sup> FOGABA, creado por la Ley Provincial 11.560

<sup>3</sup> Decreto del Poder Ejecutivo Nacional N° 1076 de fecha 24 de Agosto de 2001

<sup>4</sup> Resolución que derogó la Disposición 128/2010

<sup>5</sup> Texto Ordenado de las Normas sobre Sociedades de Garantía Recíprocas al 04/07/2017 emitido por el BCRA

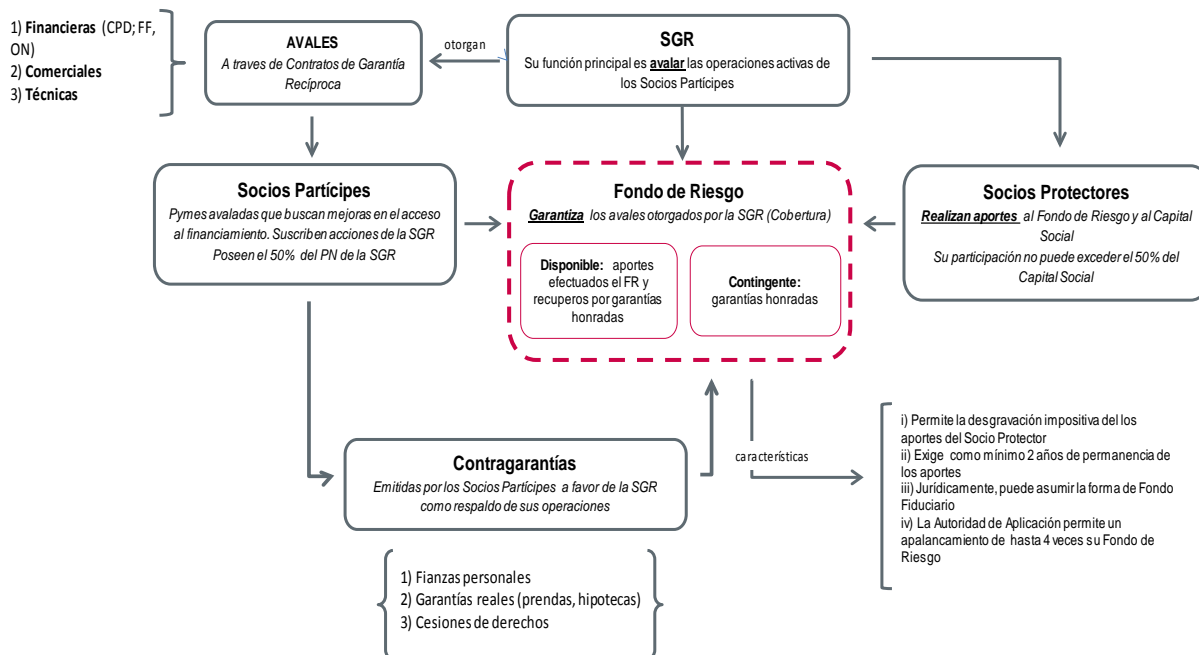
- 1- Ser Mipyme de acuerdo con la Ley 25.300 y sus modificatorias y la Resolución 103E-2017
- 2- Es incompatible la condición de socio partícipe con la de socio protector, es decir que un socio partícipe no puede actuar como socio protector en simultáneo
- 3- No deberá desarrollar actividades según lo descripto en la Disposición 34-E/2016 (ver Anexo III)
- 4- Deben suscribir acciones de la SGR

Por otra parte, los requerimientos para ser Socio Protector son:

- a- No ser Socio Partícipe
- b- Realizar aportes al Fondo de Riesgo, que deberán permanecer por al menos dos años
- c- No poseer más del 25% del Fondo de Riesgo Autorizado por el Ende Contralor
- d- Suscribir acciones efectuando aportes al Capital Social de la SGR

Cada SGR posee un Fondo de Riesgo (FR) que forma parte de su patrimonio neto (a pesar de que no es propiedad de la sociedad y ésta solo dispone de su tenencia y administración), integrado principalmente por los resultados obtenidos y dispuestos por Asamblea General, por los recuperos alcanzados, el rendimiento de las inversiones incursionadas, el aporte de los Socios Protectores, las donaciones, subvenciones u otros aportes y el valor de las acciones no reembolsadas a los Socios que son excluidos. De acuerdo a la normativa vigente, la participación de los Socios Protectores no puede exceder el 50% del capital social y la de cada socio protector no puede poseer más del 25% del Fondo de Riesgo Autorizado. Asimismo se establece como límite en la emisión de garantías a un mismo socio partícipe el 5% del FR y no se permite asignar a un mismo acreedor, con excepción de las instituciones públicas, obligaciones que impliquen más del 25% del FR. Finalmente, el total de garantías otorgadas no podrá superar cuatro veces el importe del FR.

**Funcionamiento del Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca**



En virtud del universo de socios partícipes a las que las SGRs asisten, estas se clasifican en abiertas o cerradas. Una SGR se define como cerrada cuando únicamente asiste a los

integrantes de las cadenas de valor (clientes, proveedores) de los socios protectores, en tanto que se define como abierta cuando asiste a cualquier Pyme que requiere financiamiento y cumple con los requisitos establecidos para ser socio partícipe. El gobierno fomenta este último tipo de SGR, en cuanto se trata de un vehículo de crédito de mayor alcance en cuanto a Pymes asistidas. En un inicio, los costos que debe enfrentar un Socio Partícipe para formar parte de una SGR comprenden: a) asociación: dependiendo de la SGR la Pyme deberá suscribir acciones por un monto mínimo entre \$1000-\$2000; b) las SGR cobran una comisión de aproximadamente el 2%-3% anual sobre el monto garantizado dependiendo del tipo de garantía y el plazo del aval, y c) de elaboración y análisis de la carpeta de crédito. La contragarantía que ofrece la Pyme hacia la SGR cubre entre el 50% y el 100% del monto de la garantía otorgada por la SGR.

Varios son los incentivos a participar del sistema de SGR tanto para los Socios Partícipes como para los Protectores. En el caso de las Pymes principalmente, a través de las SGR logran una mejora en el acceso al financiamiento, ampliando las ofertas de colaterales disponibles para estas instituciones acompañado de una reducción en su costo de fondeo, eliminación de las barreras a la entrada en el mercado de capitales o financiero e incremento en los plazos de financiamiento, factores que influyen directamente en el crecimiento y desarrollo del sistema. Por otro lado, para los Socios Protectores el principal motor son los beneficios impositivos sobre las contribuciones realizadas al FR y la obtención de un rendimiento por la inversión en el FR; además, a veces, el Socio Protector se ve beneficiado por la asistencia financiera que brinda la SGR a su red de proveedores y clientes. Para el sistema financiero formal, la intervención de las SGR es importante ya que ayuda a reducir el riesgo de crédito y costos operativos.



Tanto los aportes de capital como los realizados al fondo de riesgo por parte de los Socios Protectores, podrán desgravarse de la base del impuesto a las ganancias y el impuesto al valor agregado<sup>6</sup> por el monto aportado, siempre y cuando se verifique la permanencia de dichos fondos en la SGR por el plazo mínimo de dos años. La deducción es aplicable por el 100% del aporte ejecutado, y el grado de utilización<sup>7</sup> del FR Computable<sup>8</sup> requerido deberá ser como mínimo del 80% como promedio en el período de permanencia de los aportes.

A los efectos de alcanzar la totalidad de la deducción impositiva mencionada, la legislación permite computar hasta un año adicional al plazo mínimo a fin de alcanzar el 80% en el grado de utilización del fondo de riesgo. Dichos privilegios impositivos son extensibles bajo las mismas condiciones a los fondos de garantía provinciales o regionales. En los casos en donde el FR toma la figura jurídica de fideicomiso, se desgrava como máximo las 2/3 partes de las utilidades (Ley 24.467, Art. 46).

Al solicitar autorización para ampliar el FR es requerido, de acuerdo con lo establecido normativamente, entre otros:

- 1) Que el promedio del saldo neto por garantías vigentes<sup>9</sup> correspondiente a los últimos doce meses hubiere alcanzado un grado de utilización del FR del 160%; ó

<sup>6</sup> Crédito Fiscal: se debita por los importes devengados a favor en concepto de este impuesto en compras y gastos que realicen los Socios Partícipes. Saldo a favor: se debita por los importes calculados a favor en concepto de saldo de Declaración Jurada del período en que se devenguen.

<sup>7</sup> El grado de utilización indica el stock de garantías en cartera como porcentaje del FR Computable. Se computa como el cociente resultante de dividir la sumatoria del resultado final diario del saldo neto de garantías vigentes por la sumatoria del resultado final diario del FR Computable; para el cálculo resulta relevante la utilización de ponderadores pre establecidos por la Autoridad de Aplicación de acuerdo al tipo de garantía otorgada, mencionados en el Anexo III- Resolución 212/2013.

<sup>8</sup> El FR Computable es el resultante de sumar el FR Disponible (aportes efectuados al FR y recuperos por garantías honradas) y el FR Contingente (constituído por los recursos aplicados por la SGR a afrontar pagos a cargo de los socios partícipes por garantías vencidas)

<sup>9</sup> El Saldo Neto de Garantías Vigentes es la sumatoria de los importes correspondientes a: a) capital total de cada obligación principal del crédito garantizado, en aquellos créditos que utilicen Sistema francés o alemán y b) los importes del capital y los intereses en éstos créditos, deduciendo los c) pagos que haya efectuado al socio partícipe, la SGR u otro tercero.

- 2) Que el promedio del saldo neto por garantías vigentes correspondiente a los últimos seis meses hubiere alcanzado un grado de utilización del FR del 200%; ó
- 3) Que el promedio del saldo neto por garantías vigentes correspondiente a los últimos tres meses hubiere alcanzado un grado de utilización del FR del 250%.

En aquellos casos en donde un socio protector, para acceder a beneficios impositivos, decida efectuar una reimposición de sus aportes, podrá llevarla a cabo siempre y cuando se verifique: i) el aporte a reimponer haya cumplido con el plazo mínimo de dos años de permanencia en el FR, y ii) el promedio del saldo neto por garantías vigentes alcanzado durante el período de permanencia haya logrado un grado de utilización de al menos el 110%<sup>10</sup>.

En cuanto a las inversiones, el Fondo de Riesgo podrá invertir considerando las siguientes opciones y límites pre-establecidos por la Autoridad de Aplicación:

Instrumento	Límite Operativo	Observaciones Adicionales
Títulos Soberanos	40%	---
Títulos Provinciales	20%	---
ON+ Deventures + VRD	25%	Extensible al 40% en caso de emisores MiPymes
Depósitos (Moneda local y extranjera) en Cta Cte / Cja Ahorro / Cta Especiales	10%	---
Acciones (sociedades anónimas constituídas en Argentina)	10%	---
FCI (abiertos o cerrados)	25%	Extensible al 40% en caso de emisores MiPymes
Títulos valores emitidos en el exterior	15%	---
Contratos negociados en el mercado de futuros y opciones	10%	---
Fideicomisos Financieros	25%	Extensible al 40% en caso de emisores MiPymes
Depósitos (Moneda local y extranjera) en Plazo Fijo	100%	Sin superar el 30% por entidad financiera
Depósitos en cuenta comitente	7 días	---
Cauciones Bursátiles	5%	---

Fuente: Resolución 212/2013

Asimismo, mediante el Decreto 1076/2001 y la Resolución 212/2013 se estableció que las SGR deben demostrar:

- 1- **Liquidez:** al último día hábil de cada mes, deberá contar con liquidez equivalente al 10% de los vencimientos que eventualmente pudieran enfrentarse en el mes siguiente
- 2- No se podrá realizar inversiones en entes residentes en países de nula o baja tributación
- 3- No se podrá realizar inversiones con un mismo emisor por más del 25% de las colocaciones
- 4- **Solvencia:** el FR debe estar integrado por un valor total de activos equivalentes como mínimo al 25% del valor total del saldo neto por garantías otorgadas, lo que se traduce en un apalancamiento de 4:1.

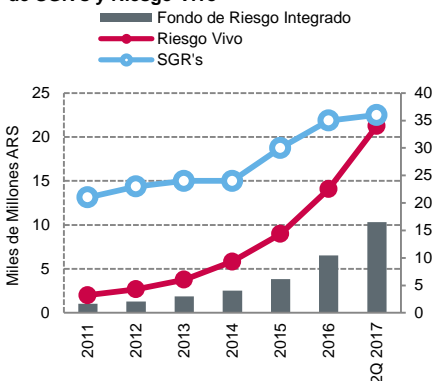
<sup>10</sup> Excepcionalmente hasta al 31.03.17 inclusive, podían efectuarse reimposiciones con un mínimo grado de utilización del 80%.

## Crecimiento del Sistema de Garantías

Si bien el sistema dio comienzo a principios de 1994 con la creación de FOGABA, las SGR comenzaron a desarrollarse luego de la reactivación del crédito tras la salida progresiva de la crisis económica de 2001-2002, habiendo tomado un mayor impulso durante los últimos años, incentivado, en primer lugar, por una mayor promoción del sistema de SGRs por parte de entes estatales, en segundo lugar, por la mayor estabilidad y menor depreciación de los aportes al FR los cuales dependen del contexto macroeconómico del país, el nivel de inflación y menor riesgo de contraparte y, en último término, por el crecimiento en el volumen de SGR autorizadas para operar en el mercado local. En términos cuantitativos, al analizar la evolución de la cantidad de SGRs dentro del mercado se observa que a finales de la década de los '90 se contaban 5 SGR, a finales del 2010 la base se había expandido a 25, pasando en la actualidad a 36 (Ver Gráfico #1).

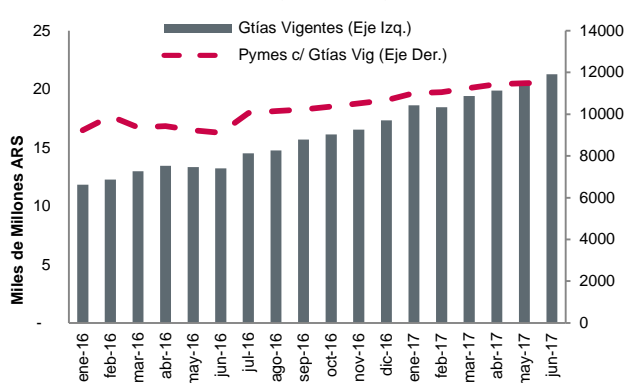
El sistema ha logrado una mayor capilaridad en cuanto a la asistencia a Pymes tomando mayor impulso fundamentalmente en los últimos 2 años. A diciembre 2016 se registraron 7120 pequeñas empresas avaladas, de las cuales el 51.3% accedía por primera vez al sistema, en tanto que al cierre del primer semestre de 2017 la asistencia ascendió a 5.656 empresas, registrándose un 37.8% de nuevos créditos. Sin embargo, a pesar del crecimiento de la cantidad de Pymes asistidas aún se evidencia una baja penetración del sistema de SGR sobre el universo de Pymes en el país (la cartera de créditos –riesgo vivo<sup>11</sup>– representa el 0,16% del PBI a dic'16) y un alto potencial de crecimiento. FIX espera una creciente profundización del sistema con una mayor cantidad de Pymes asistidas, con un fuerte crecimiento del riesgo vivo de las SGR y un alargamiento de los plazos de crédito de concretarse el escenario de crecimiento sostenido de la actividad económica, reducción de la inflación y morosidad y creciente formalización de la economía. (Ver Gráfico #2)

**Gráfico #1: Evolución en el volumen de SGR's y Riesgo Vivo**



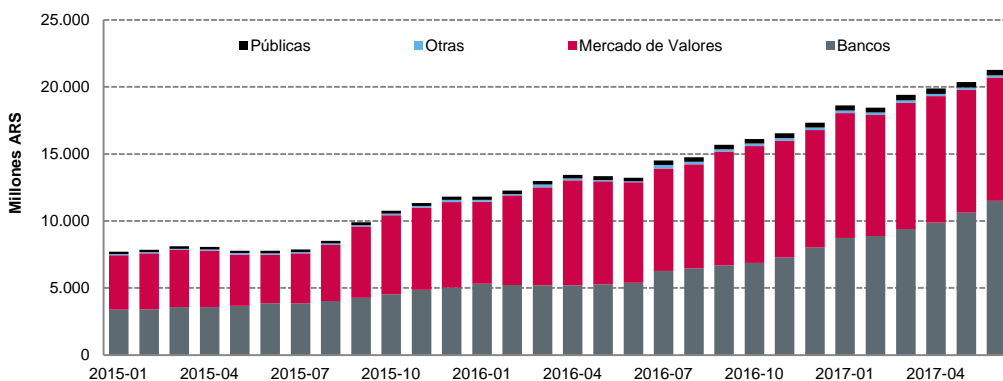
Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

**Gráfico #2: Evolución de las garantías vigentes**



Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

**Gráfico #3: Evolución del Riesgo Vivo por tipo de garantía**

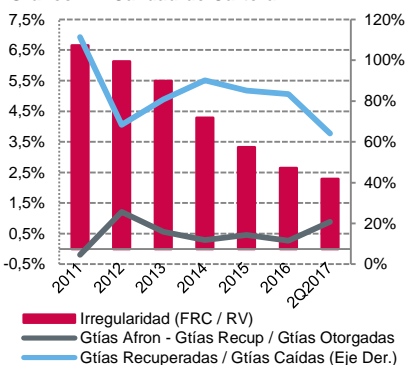


Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

Si consideramos la evolución de la estructura del Riesgo Vivo en virtud del tipo de garantías otorgadas, se puede observar en los últimos meses una mayor participación relativa de los

<sup>11</sup> Es el total de avales otorgados que se encuentran vigentes a determinada fecha.

**Gráfico #4: Calidad de Cartera**



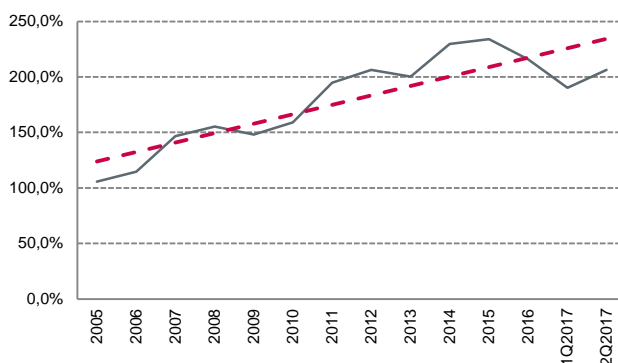
Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

préstamos bancarios, que a jun'17 representan el 54.1% del total de garantías otorgadas, versus 41% a jun'16, en tanto que los avales comerciales (principalmente Cheques de Pago Diferido) redujeron su ponderación al 43.1%, desde 57% a jun'16. Esta variación resulta saludable para el sistema, ya que implica el alargamiento de los plazos de las financiaciones. A jun'17, los préstamos bancarios y los cheques diferidos en su conjunto explican el 97.2% del RV. (Ver Gráfico #3)

La irregularidad de los avales del sector se conserva en niveles históricamente bajos, en parte por los altos niveles de inflación de los últimos años, y el contexto de tasas de interés reales negativas sobre el sector producto de la regulación del sistema financiero. En este sentido, al examinar el monto de las garantías recuperadas en función de las caídas de los últimos cuatro años, el ratio es elevado (85,1% a dic'16), mientras que el promedio de garantías caídas brutas en el mismo período sólo representaron el 2,6% de las garantías originadas. Ambos indicadores explican la muy buena calidad de la cartera (Garantías Irregulares / RV: 2,3% a Jun'17). No obstante, FIX considera que la morosidad de las carteras de las SGR podría aumentar levemente a mediano plazo con el crecimiento de la cantidad de Pymes asistidas y un descenso en las tasas de interés, aunque a niveles razonables y acordes al segmento en el que operan. (Ver Gráfico #4)

La Subsecretaría de Financiamiento de la Producción, a efectos de lograr un crecimiento del segmento, estableció incentivos orientados a incrementar el RV de las SGR. En respuesta, el sistema progresivamente ha incrementado su apalancamiento a lo largo de los años (Apalancamiento: garantías vigentes/ FR Integrado), y se espera que conserve la actual tendencia hacia niveles por encima de 2,5 veces. (Ver Gráfico #5).

**Gráfico #5: Apalancamiento**



Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

Al cierre del primer semestre de 2017 el ratio de apalancamiento se ubica en torno al 206%, después de haber alcanzado un nivel elevado en el último trimestre 2015 (265%) producto de la mayor promoción de las Líneas de Crédito para Inversión Productiva impulsada por el Banco Central de la República Argentina, como mecanismo tendiente a privilegiar el financiamiento a MiPymes. Como se mencionó anteriormente, la Calificadora espera que la tendencia creciente en el apalancamiento del sector se mantenga en el corto plazo, de acuerdo con los incentivos regulatorios establecidos por el ente de contralor y el crecimiento esperado del volumen de avales, niveles considerados razonables aunque dependientes de la calidad en el riesgo garantizado.

## Situación Actual del Sistema de Garantías

Actualmente, el sistema de SGR se encuentra altamente concentrado. A jun'17 las primeras 3 SGR (con calificación pública de FIX) concentran el 61.6% del mercado, en tanto que las primeras 10 explican el 83.9%, como se indica en el siguiente cuadro:

	SGR	Garantías Vigentes (\$)	Market Share	Pymes Asistidas (Histórico)	Calificación de corto plazo por FIX	Calificación de largo plazo por FIX
1	Garantizar SGR	8.920.125.174	41,9%	11.897	A1+(arg)	AA-(arg)
2	Acindar Pymes SGR	2.876.743.381	13,5%	1.688	A1(arg)	A+(arg)
3	Los Grobo SGR	1.320.166.354	6,2%	1.043	A1(arg)	A(arg)
4	Intergarantías SGR	1.108.961.682	5,2%	695	-	-
5	Aval Federal SGR	929.244.276	4,4%	745	A1(arg)	A(arg)
6	Don Mario SGR	727.222.317	3,4%	875	A1(arg)	A+(arg)
7	Cuyo Aval SGR	624.884.858	2,9%	912	-	-
8	BLD Avaless SGR	507.227.461	2,4%	498	-	-
9	SGR Cardinal	423.189.501	2,0%	546	BBB+(arg)	A2(arg)
10	Agroaval SGR	413.336.830	1,9%	1.510	AA(arg)	A1+(arg)
<b>10 Principales SGR</b>		<b>17.851.101.834</b>	<b>83,9%</b>	<b>20.409</b>		
<b>Total Mercado</b>		<b>21.274.229.913</b>		<b>27.903</b>		

Fuente: Ministerio de Producción. Datos a Junio 2017

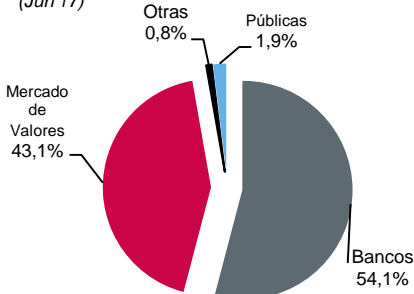
Garantizar SGR (cuyo principal accionista es el Banco de la Nación Argentina) es la primera SGR del país, con la mayor participación de mercado, asistiendo a un total de 11.897 Pymes a jun'17. En el mercado de CPD avalados, la tendencia es similar, en donde las primeras 10 SGR negocian el 73.4% de los cheques garantizados.

De acuerdo con el desglose de las garantías otorgadas, las garantías de más corto plazo registran una elevada participación, con una fuerte presencia en el mercado de capitales a través de los avales de Cheques de Pago Diferido. Sin embargo, como ya se señaló, se observa en los últimos meses una mayor participación relativa de los avales a mayores plazos en la medida que se reduce la inflación y aumenta el plazo de financiación del mercado financiero. FIX considera que las perspectivas para el sector son favorables y estima que la gradual recuperación de la actividad económica de 2017, impulsará la

demanda crediticia a plazos más extensos, condicionada tanto por factores endógenos (crecimiento económico y caída de la inflación) como exógenos (Brasil y el ingreso de capitales que permita una mayor oferta crediticia y empuje la inversión del país). (Ver Gráficos #6 #7)

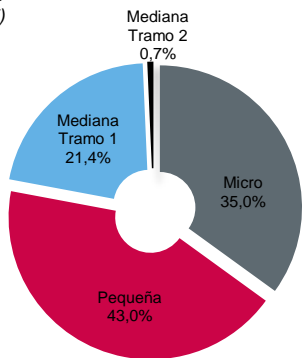
A jun'17, en su gran mayoría las Pymes asistidas son las Pequeñas (43%) seguidas por las Microempresas (35%) considerando la clasificación realizada por el Ministerio de Producción de acuerdo con el nivel de ventas totales anuales<sup>12</sup> (expresadas en pesos). (Ver Gráfico #8)

**Gráfico #6: Tipo de Garantías (Jun'17)**



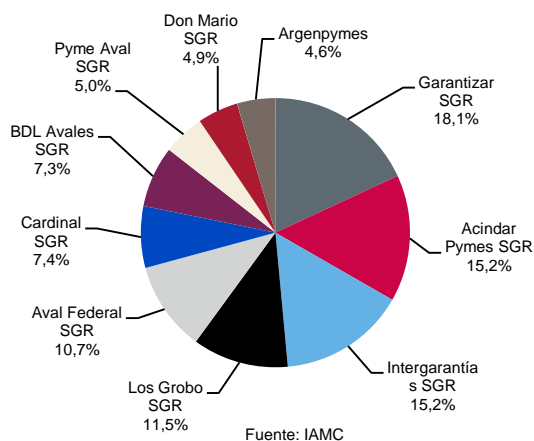
Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

**Gráfico #8: Pymes asistidas por tamaño (Jun'17)**



Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

**Gráfico #7: Negociación de CPD Avalados (Jun'17)**

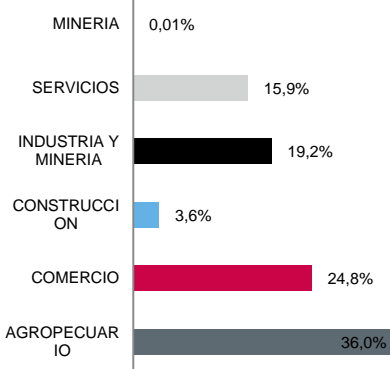


Fuente: IAMC

<sup>12</sup> Resolución General 103-E/2017

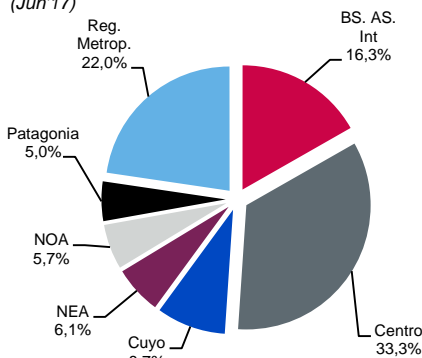


**Gráfico #9: Riesgo Vivo por Sector Económico (Jun'17)**



Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

**Gráfico #10: Garantías otorgadas por región geográfica (Jun'17)**



Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

**Índice de Inversión Pyme (IIP)**



Fuente: Garantizar SGR

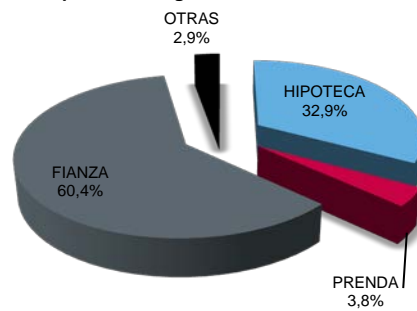
En cuanto a la orientación geográfica de las garantías otorgadas, siguen presentando una mayor participación relativa los principales polos económicos del país, lo cual resulta razonable ya que es donde se desarrolla la mayor actividad. (Ver Gráficos #9 #10)

La Región Centro del país (Pcia. De Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos) concentra el 33.3% de los avales otorgados por las SGR seguido por la Región Metropolitana (AMBA) que consolida el 22% y el Interior de Buenos Aires con el 16.3%. También se puede apreciar una elevada concentración del riesgo vivo por sector económico, que se mantiene en todo el período bajo análisis, siendo el sector agropecuario el mayor favorecido (36%), en segundo lugar el segmento comercial (24.8%) y en tercer puesto la actividad industrial (19.2%). Sin embargo, cabe destacar que el sector de la construcción ha tenido un gran crecimiento en su participación en los últimos 10 años aunque aún continúa siendo baja su contribución sobre el total. FIX estima que dicha composición por sector podría verse modificada en el mediano plazo en la medida que las SGR profundicen su asistencia a Pymes de sectores aún poco explotados, como comercio y servicios.

Al considerar el tipo de contragarantías exigidas por las SGR, predominan el uso de fianzas personales con el 60.4% de participación sobre el total de riesgo vivo a jun'17, y en segundo término las garantías reales como hipotecas (32.9%)

y prendas (3.8%). No obstante, cabe mencionar que las SGR tienden a utilizar contragarantías reales ante montos elevados, para financiaciones de inversiones de largo plazo o para mejorar el recupero y cumplimiento ante un perfil débil del socio partícipe. (Ver Gráfico #11)

**Gráfico #11: Tipo de contragarantías (Jun'17)**

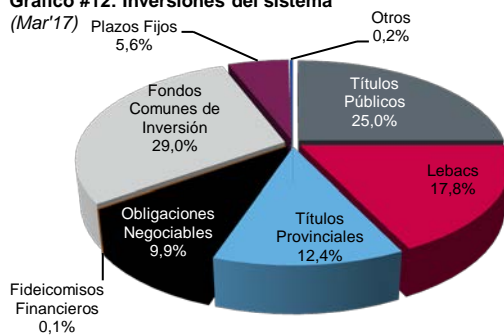


Fuente: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

En relación a la cartera de inversiones administrada por las SGR, se observa que a nivel general los principales instrumentos en los que se invierte son de renta fija, con mayor preponderancia de los títulos públicos (42.8%), incluyendo Lebac's, y fondos comunes de inversión (29%). (Ver Gráfico #12)

En términos generales, se puede corroborar que las SGR buscan conformar carteras conservadoras priorizando y resguardando el capital aportado por los Socios Protectores, alocándose en alternativas con elevada liquidez, bajo riesgo crediticio y alto mercado secundario, con especial atención en el riesgo de moneda y los lineamientos normativos impuestos por el Ente Regulador en materia de solvencia y liquidez.

**Gráfico #12: Inversiones del sistema (Mar'17)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción

De acuerdo con el Índice de Inversión Pyme (IIP) desarrollado por Garantizar SGR que determina el porcentaje de los créditos obtenidos con garantías otorgadas a Pymes que se destinan a inversión real productiva (adquisición de bienes de capital y plantas productivas) se puede observar que durante el primer semestre de 2017 dicho índice superó ampliamente lo registrado en durante igual periodo de 2016, lo que implicó un incremento de 14 bps i.a. Si bien la muestra es poco significativa, la misma toma en cuenta el universo de Pymes que recurren a Garantizar en busca de un aval, la mayor SGR del país.

## ANEXO I: Estadísticas

### Estadísticas del Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas

	Jun'2017	2016	2015	2014	2013
<b>Sociedades de Garantías Recíprocas</b>	36	35	30	24	24
Var. % a/a	20,0%	16,7%	25,0%	0,0%	n.a.
<b>Fondo de Riesgo</b>					
Fondo de Riesgo Integrado (FRI) (Miles de \$)	10.308.533	6.526.623	3.833.320	2.538.029	1.887.251
Fondo de Riesgo Contingente (FRC) (Miles de \$)	486.392	371.605	298.582	249.867	207.795
Var. % a/a FRI	0,73	0,70	0,51	0,34	n.a.
Var. % a/a FRC	0,30	0,24	0,19	0,20	n.a.
FRC / FRI (%)	0,05	0,06	0,08	0,10	0,11
RV / FRI (%)	2,06	2,16	2,34	2,30	2,00
<b>Evolución del Volúmen de Negocios</b>					
Riesgo Vivo (Miles de \$)	21.274.230	14.085.039	8.976.961	5.833.031	3.782.547
Montos de Garantías Otorgados	13.502.266	18.851.463	14.974.591	9.915.350	6.931.876
Cantidad de Garantías Otorgadas	62.549	291.223	120.193	103.930	93.302
Pymes asistidas	5.656	7.120	7.714	n.a.	n.a.
Var. % a/a Riesgo Vivo	0,64	0,57	0,54	0,54	n.a.
Var. % a/a Monto de Garantías Otorgadas	1,58	0,26	0,51	0,43	n.a.
Var. % a/a Cantidad de Garantías Otorgadas	0,60	1,42	0,16	0,11	n.a.
Riesgo Vivo / Pymes Asistidas (Miles de \$)	3.761	1.978	1.164	n.a.	n.a.
Montos de Gtías. Otorgadas / Cant. Gtías. Otorgadas (Miles \$)	216	65	125	95	74
Montos de Gtías. Otorgadas / Pymes asistidas (Miles \$)	2.387	2.648	1.941	n.a.	n.a.
<b>Calidad de Activos</b>					
Garantías Irregulares	486.392	371.605	298.582	249.867	207.795
Monto de Garantías Caidas (Miles de \$)	333.686	302.164	455.122	284.674	201.646
Monto de Garantías Recuperadas (Miles de \$)	213.711	251.899	387.515	256.492	162.867
Contragarantías Hipotecarias (Miles de \$)	26.207.541	9.893.189	n.a.	n.a.	n.a.
Contragarantías Prendarias (Miles de \$)	3.008.731	1.459.112	n.a.	n.a.	n.a.
Fianzas Personales (Miles de \$)	48.041.839	17.132.388	n.a.	n.a.	n.a.
Otras Contragarantías (Miles de \$)	2.301.383	1.892.769	n.a.	n.a.	n.a.
Var % a/a Gtías. Irregulares	30,4%	24,5%	19,5%	20,2%	n.a.
Var % a/a Gtías. Caidas	141,7%	-33,6%	59,9%	41,2%	n.a.
Var % a/a Gtías. Recuperadas	118,2%	-35,0%	51,1%	57,5%	n.a.
Gtías. Irregulares / Riesgo Vivo (%)	2,3%	2,6%	3,3%	4,3%	5,5%
Gtías. Caidas Brutas / Garantías Emitidas (%)	2,5%	1,6%	3,0%	2,9%	2,9%
Gtías. Recuperadas / Gtías. Caidas (%)	64,0%	83,4%	85,1%	90,1%	80,8%
Contragarantías Reales / Riesgo Vivo (%)	137,3%	80,6%	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente de Información: Subsecretaría de Financiamiento de la Producción y elaboración propia

## ANEXO II: Calificaciones Vigentes

	SGR	Calificación de corto plazo por FIX	Calificación de largo plazo por FIX	Perspectiva
1	<a href="#">Garantizar SGR</a>	A1+(arg)	AA-(arg)	Estable
2	<a href="#">Acindar Pymes SGR</a>	A1(arg)	A+(arg)	Estable
3	<a href="#">Los Grobo SGR</a>	A1(arg)	A(arg)	Estable
4	<a href="#">Agroaval SGR</a>	A1+(arg)	AA(arg)	Estable
5	<a href="#">Don Mario SGR</a>	A1(arg)	A+(arg)	Estable
6	<a href="#">Aval Federal SGR</a>	A1(arg)	A(arg)	Estable
7	<a href="#">SGR Cardinal</a>	A2(arg)	BBB+(arg)	Estable
8	<a href="#">Campo Aval SGR</a>	A2(arg)	A-(arg)	Estable
9	<a href="#">Aval Fértil SGR</a>	A2(arg)	A-(arg)	Estable
10	<a href="#">Solidum SGR</a>	A3(arg)	BBB(arg)	Estable
11	<a href="#">Fondo de Garantías Buenos Aires S.A.P.E.M. (FOGABA)</a>	A1(arg)	A+(arg)	Estable

De acuerdo con el detalle precedente, las calificaciones vigentes de FIX concentran el 75.8% del total del sistema (como porcentaje del RV).

## ANEXO III: Resumen Marco Normativo

Marco Regulatorio	Ley 24.467
<b>Capital Social / PN SGR</b>	1- El capital social puede variar entre un mínimo fijado por vía reglamentaria y un máximo que represente el quintuplo de la misma 2- La participación de los socios protectores no puede exceder el 50% del capital social 3- La participación del socio partícipe no puede exceder el 5% del capital social 4- Los aportes de capital deben ser integrados en efectivo como mínimo en un 50% al momento de la suscripción; el remanente deberá ser integrado en un plazo máximo de 1 año 5- Los socios deberán compensar con nuevos aportes cualquier pérdida que efecte el monto de capital fijado estatutariamente o que exceda el 35% de las ampliaciones posteriores 6- La distribución de utilidades se realizará: - 5% a Reserva legal hasta completar el 20% del capital social - se abonará en efectivo como retribución al capital aportado la parte correspondiente a los socios partícipes - la parte correspondiente a los socios partícipes se destinará el FR en un 50%, pudiendo el resto repartirse entre la totalidad de los socios 7- Disolución de SGR: a- por la imposibilidad de absorber pérdidas que representen el total del FR, el total de la reserva legal y el 40% del capital social b- caída del capital social a un monto menor al mínimo determinado reglamentariamente durante 3 años c- por revocación de la autorización acordada
<b>Órganos sociales</b>	1- Son: Asamblea General, Consejo de Administración y Sindicatura 2- Asamblea General: integrado por todos los socios de la SGR 3- Consejo de Administración: integrado por 3 personas - al menos 1 socio partícipe y 1 socio protector- 4- Sindicatura: integrado por 3 síndicos determinados por la Asamblea general
<b>Socios Protectores</b>	1- Es incompatible la condición de socio protector con la figura de socio partícipe
<b>Socios Partícipes</b>	1- No se puede asignar a un mismo socio partícipe garantías superiores al 5% del FR
<b>FR</b>	2- Debe contar con la condición de MiPyme
<b>Beneficios Impositivos</b>	1- Podrá asumir la forma jurídica de un fondo fiduciario 2- Los contratos de garantía recíproca gozan de exención al impuesto a las ganancias y en el impuesto al valor agregado 3- Los aportes de capital y al FR de ambos socios serán deducibles del resultado impositivo, siempre que dichos aportes se mantengan en la sociedad por el plazo calendario de 2 años a partir de la fecha de efectivización. A los efectos de obtener la totalidad de la deducción impositiva podrá computarse hasta 1 año adicional al plazo mínimo de permanencia para alcanzar el promedio del 80% en el grado de utilización del FR, siempre y cuando el aporte se mantenga durante dicho período. 4- El grado de utilización del FR debe ser como mínimo del 80% como promedio en el período de permanencia de los aportes.
<b>Otros Límites Operativos</b>	1- No se podrá asignar a un mismo acreedor obligaciones por más del 25% del FR (quedando excluidos bancos públicos y organismos públicos)

Marco Regulatorio	Decreto 1076/2001
<b>Capital Social / PN SGR</b>	1- Capital mínimo para la constitución de SGR es de \$240 mil 2- A los fines de representación del Capital Social, la SGR podrá optar por el sistema de acciones escriturales 3- La transmisión de acciones a otro socios partícipes no podrá tener lugar si se altera el porcentaje de participación establecido en la Ley 24.467 4- Cuando en PN de la SGR sea insuficiente para afrontar las deudas que haya contraído, los socios retirados y reembolsados responden durante 5 años por las deudas contraídas por la sociedad con anterioridad
<b>Socios Protectores</b>	1- Los contratos de garantía están autorizados cuando el socio protector sea el acreedor de la operación de crédito para el cual se emite la garantía
<b>Socios Partícipes</b>	1- No se puede otorgar garantías a operaciones de crédito en las que el socio partícipe descuenta instrumentos de comercio de los que sea librador
<b>Inversiones</b>	1- <u>Liquidez</u> : La SGR deberá contar, al último día hábil de cada mes, con liquidez equivalente al 25%* de los vencimientos que eventualmente pudieran enfrentarse en el mes siguiente 2- No se pueden realizar inversiones en entes residentes en países de nula o baja tributación 3- No se pueden realizar inversiones con un mismo emisor más del 25% de las colocaciones 4- <u>Solvencia</u> : el FR debe estar integrado por un valor total de activos equivalentes como mínimo al 25%* del valor total del saldo neto por garantías otorgadas
<b>Beneficios Impositivos</b>	1- La exención en el Impuesto a las Ganancias y al Valor Agregado comprenderá los ingresos obtenidos por la SGR y no comprenderá los ingresos obtenidos por otras actividades permitidas en su objeto social ni a los rendimientos originados en la colocación del FR

\* Dicho límite es modificado con la Ley 24.467 y Resolución 212/2013

**Marco Regulatorio** **Resolución 212/2013**

**Socios Protectores**

1- Ningún socio protector puede tener una participación superior al 25% del FR aprobado (a excepción de las personas que se encuentren excluidas del impuesto a las ganancias y los FR menores a los \$35 millones)

1- Mínimo de 120 socios partícipes para las SGR radicadas en:

- CABA y área Metropolitana
- Rosario y área Metropolitana
- Ciudad de Córdoba y área Metropolitana
- Ciudad de Mendoza y área Metropolitana

2- Para el resto de las SGR que no estén radicadas en las mencionadas áreas, el número mínimo de SGR no puede ser menor a 60

3- Al menos el 20% deberá desarrollar actividades económicas diferentes, así como estar radicados en más de una provincia (esto será aplicable a SGR autorizadas a partir del 25/02/2010)

**Socios Partícipes**

4- No podrán ser socios partícipes, MIPymes:

- a) Que tengan como actividad principal la intermediación financiera y servicios de seguros y/o servicios relacionados con juegos de azar y apuestas \* y que posean ingresos originados en las actividades referidas que representen al menos el 10% de los ingresos promedio en los últimos 3 años.
- b) Cuyos socios o accionistas se dediquen a las actividades referidas o tuvieren participación como socios y/o accionista en una proporción superior al 10% del capital social de la empresa
- c) Que tengan relación de vinculación con algún socio protector, individualmente, en conjunto con sus sociedades vinculadas o derivadas de la participación de sus socios
- d) En las cuáles un organismo público tenga participación accionaria mayor al 10%
- e) Quienes desarrollen actividades bajo la modalidad de sociedades fiduciarias o fideicomisos
- f) Quienes no puedan justificar la concordancia entre ventas/ingresos, montos y destinos de los créditos recibidos
- f) Los fondos garantizados por las SGR no pueden ser utilizados en actividades de índole financiero

5- Los fondos garantizados por las SGR no pueden ser utilizados en actividades de índole financiero

1) Cuando el FR computable disminuyera en un 5% o más la SGR cuenta con 6 meses para recomponer el FR conforme el monto autorizado. Vencido ese plazo, el FR autorizado será el existente al vencimiento del plazo establecido

2) Se podrá solicitar aumentos en el FR cuando se verifique:

- No tener pendientes de obligaciones emergentes del régimen informativo
- No tener pendientes requerimientos de la autoridad de aplicación
- No haber sido sancionada por la autoridad de aplicación
- Acreditar haber alcanzado un grado de utilización del 160% en el promedio del saldo neto por garantías de los últimos 12 meses, ó
- Acreditar haber alcanzado un grado de utilización del 200% en el promedio del saldo neto por garantías de los últimos 6 meses, ó
- Acreditar haber alcanzado un grado de utilización del 250% en el promedio del saldo neto por garantías de los últimos 3 meses

**FR**

Se podrán realizar reimposiciones siempre y cuando se cumpla:

- i) el aporte que se pretende reimponer haya cumplido los 2 años de permanencia en el FR y que dicho socio protector haya tenido participación en el Capital Social por el mismo período de permanencia
- ii) saldo neto por garantías vigentes promedio le permitieron alcanzar a la SGR un grado de utilización del FR de al menos el 110% (hasta el 31.03.17 podrán efectuarse reimposiciones cuando el grado de utilización del FR ponderado fuera de al menos el 80%)

**Reimposiciones**

1- Las inversiones del FR deberán contemplar las siguientes opciones y condiciones:

- a) Títulos soberanos hasta 40%
- b) Títulos provinciales hasta 20%
- c) ON+ debentures + VRD hasta 25% (extensible al 40% si los emisores son MIPymes)
- d) Depósitos (pesos y ME) en c/a, c/c o c/e hasta 10%
- e) Acciones (SA constituidas en Argentina) hasta 10%
- f) FCI (abiertos o cerrados) hasta 25% (extensible al 40% si los emisores son MIPymes)
- g) Títulos valores emitidos en el exterior hasta 15% (investment grade)
- h) Futuros y opciones hasta 10%
- i) FF hasta 25% (extensible a 40% si los emisores son MIPymes)
- j) Depósitos (pesos y ME) a plazo fijo hasta 100% (sin superar el 30% por entidad)
- k) Depósitos en cuenta comitente hasta por el plazo de 7 días
- l) Cauciones bursátiles realizadas a través del mercado de valores hasta 5%

**Inversiones**

Para los ítems b), c) e i) se requiere una calificación A o su equivalente para ON corto plazo y BBB o su equivalente para ON largo plazo

2) No se podrá invertir en: a) instrumentos emitidos por un mismo emisor en un porcentaje mayor al 15% del FR disponible, b) instrumentos garantizados por la SGR, c) CPD, y d) instrumentos emitidos por un socio protector o socio partícipe de la misma SGR

**Liquidez y Solvencia**

1) Liquidez: equivalente al 10% de los vencimientos que pudieran enfrentarse al mes siguiente

2) Solvencia: saldo neto de garantías vigentes / FR disponible no podrá ser superior a 4

Tipo de Contregarantía	Plazo Transcurrido	Previsión	Clasificación de Deudores
Hipotecaria	De 31 a 180 días	5%	2
	De 181 a 365 días	20%	3
	Mayor a 1 año y hasta 2 años	50%	4
	Mayor a 2 años	100%	5
Prendaria	De 31 a 180 días	10%	2
	De 181 a 365 días	40%	3
	Mayor a 1 año y hasta 2 años	80%	4
	Mayor a 2 años	100%	5
Fianza de Terceros	De 31 a 180 días	20%	3
	De 181 a 365 días	50%	4
	Mayor a 1 año	100%	5
Otras (Detallar)	De 31 a 180 días	15%	2
	De 181 a 365 días	50%	3
	Mayor a 1 año y hasta 2 años	70%	4
	Mayor a 2 años	100%	5

**Tipos:**

a) Garantías Financieras: 1) Ley 21.526, 2) organismos internacionales, 3) públicas, 4) CPD, 5) FF (siempre que el socio partícipe fuera beneficiario), 6) ON, 7) VCP, 8) mercado de futuros y opciones, 9) leasing, 10) pagaré bursátil (siempre que el socio partícipe fuera beneficiario)

b) Garantías Comerciales: 1) Tipo I (garantías cuyos beneficiarios no sean socios protectores), 2) Tipo II (garantías cuyos beneficiarios sean socios protectores)

c) Garantías Técnicas

**Garantías**

**PONDERACIÓN DE GARANTÍAS**

1- Garantías Financieras:

- Menor a 1 año --> 70% del VN
- Entre 1-2 años --> 75% del VN
- Entre 2-4 años --> 80% del VN
- Mayor a 4 años --> 90% VN

2- Garantías Comerciales:

- Tipo I --> hasta 60% del VN
- Tipo II --> hasta 30% del VN
- Garantías técnicas --> hasta 10% del VN

**Otros Límites Operativos**

1) Cuando se trate de un fideicomiso financiero cuyo activo subyacente esté constituido por créditos garantizados por una SGR, se aplicará el límite operativo del 25% por acreedor (respecto de los tenedores de deuda fiduciaria), quedando excluidas las entidades financieras públicas, fondos fiduciarios y fideicomisos cuyo fiduciante sea el Estado

\* De acuerdo con el Clasificador de Actividades Económicas (CLAE)

**Marco Regulatorio**

**Disposición 34- E/2016**

**Socios Partícipes**

- 1) No podrán ser Socios Partícipes, aquellos que:
- Tengan como actividad principal la intermediación financiera y servicios de seguros y/o servicios relacionados con juegos de azar y apuestas \*, y que posean ingresos originados en las actividades referidas que representen al menos el 10% de su ingreso promedio en los últimos 3 años
- 1) El Grado de Utilización del FR es el cociente resultante de dividir la sumatoria del resultado final diario del Saldo Neto de Garantías por la sumatoria del resultado final diario del FR Total Computable
- 2) El Saldo Neto de Garantías Vigentes es la sumatoria de:
- (+) importes correspondientes al capital total de cada obligación principal de crédito garantizado
  - (+) importes correspondientes al capital y los intereses en aquellos créditos en que por su naturaleza el capital y los intereses no se hallen diferenciados en el instrumento constitutivos de la obligación (i.e. Cheques de Pago Diferido, préstamos amortizables a la finalización en un solo pago, créditos comerciales)
  - (-) los pagos que al respecto haya efectuado el socio partícipe o la SGR
- 3) Para calcular el Saldo Neto de Garantías Vigentes utilizado en el cálculo del grado de utilización, se considera lo mencionado en el punto 2) pero sólo teniendo en cuenta las Garantías Financieras y Comerciales Tipo I
- 4) Fondo de Riesgo Disponible: todos los aportes efectuados al FR y los recuperos por garantías honradas menos los pagos realizados por las SGR en cumplimiento de las garantías otorgadas y por los retiros efectuados por los socios protectores
- 5) FR Contingente: total de los importes de las garantías honradas menos los recuperos que por dicho concepto hubiera efectuado la SGR y los importes trasladados al Pasivo
- \* De acuerdo con el Clasificador de Actividades Económicas (CLAE)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afilada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de FIX para adquirir, vender o negociar valores negociables.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente, como son riesgos de precio o de mercado. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.