

## COMENTARIO DE SECTOR Sociedades de Garantías Recíprocas de Argentina

Rate this Research



# Su Creciente Penetración de Mercado Alienta Perspectivas de Crecimiento

### Table of Contents:

|  |    |
|--|----|
| BREVE RESUMEN  | 1  |
| PRESENTACIÓN GENERAL DEL MERCADO Y SU ESTRUCTURA                                       | 2  |
| Estructura General del Mercado y su Dinámica   | 3  |
| CONSIDERACIONES CREDITICIAS PRINCIPALES  | 4  |
| La Mejora en su Visibilidad de Mercado permite el Aumento en el Volumen de Operaciones | 4  |
| Aumenta la Presencia de las SGRs en el Mercado de Capitales                            | 6  |
| Las Capitalización es Adecuada, mientras que las Pérdidas Netas Se Mantienen Bajas     | 8  |
| REPORTES RELACIONADOS DE MOODY'S   | 10 |
| Other Latin America Research   | 10 |

### CONTACTO CON ANALISTAS

|   |                         |
|---|-------------------------|
| <b>BUENOS AIRES</b>                           | <b>+54.11.4816.2332</b> |
| Alejandro Pavlov                              | +54.11.5129.2629        |
| <i>Vice President - Senior Analyst</i>        |                         |
| alejandropavlov@moodys.com                    |                         |
| Diego Nemirovsky                              | +54.11.5129.2627        |
| <i>Vice President - Senior Credit Officer</i> |                         |
| diego.nemirovsky@moodys.com                   |                         |
| <b>NEW YORK</b>                               | <b>+1.212.553.1653</b>  |
| Alan Murray                                   | +1.212.553.7787         |
| <i>Senior Vice President</i>                  |                         |
| alan.murray@moodys.com                        |                         |
| Robert Riegel                                 | +1.212.553.4663         |
| <i>Managing Director - Insurance</i>          |                         |
| robert.riegel@moodys.com                      |                         |

### Resumen Ejecutivo

Las Sociedades de Garantías Recíprocas de Argentina (en adelante "SGRs") son entidades de objeto especial creadas dentro del marco legal de la Ley de Pequeñas y Medianas Empresas (empresas "Pymes" en adelante), la cual fue aprobada en el año 1996. Las SGRs brindan garantías financieras para ayudar a las Pymes a obtener préstamos bancarios u otro tipo de financiamientos a través del mercado de capitales en mejores condiciones (mediante por ejemplo una menor tasa de interés o mayores plazos) de las que podrían obtener de otra forma. Mediante estas garantías, la SGR asegura al acreedor y/o al inversor que, en el caso de un incumplimiento en el pago de una obligación financiera por parte de un deudor, la SGR efectuará el pago de las sumas incumplidas. Los bonos o títulos valores de fideicomisos garantizados por las SGRs conllevan típicamente las calificaciones de fortaleza financiera de las SGRs que le otorgan el soporte o garantía financiera. Además, las SGRs brindan servicios de asesoramiento técnico a sus asociadas Pymes.

Las principales consideraciones crediticias para este sector son las siguientes:

- » Tras una reducción en la cantidad de entidades en 2011, el sector de las SGRs se encuentra bien posicionado para continuar con su crecimiento. Los incentivos impositivos existentes y el marco regulatorio estable que regula la actividad de las SGRs aumentaron el interés por parte de los inversores en ellas, posibilitando la entrada de nuevos jugadores. Además, la economía Argentina podría estar por iniciar una modesta recuperación de su crecimiento después de dos años de una pobre variación del PBI, lo cual reduciría el riesgo crediticio de estas entidades y alentaría la demanda de garantías.
- » Las SGRs han aumentado su grado de visibilidad en el mercado de capitales a través de los años. Esto fue logrado especialmente por una mayor exposición a instrumentos garantizados emitidos por las Pymes por parte de los fondos comunes de inversión denominados "Cheques Avalados".
- » Una adecuada capitalización, un bajo apalancamiento y pérdidas crediticias limitadas refuerzan la capacidad del sector de continuar creciendo. Debido a que las SGRs están orientadas a operar en forma similar a un esquema de mutuales, más que a entidades con accionistas, las mismas continúan recibiendo aportes de capital desde sus socios protectores, a pesar de su escasa rentabilidad. Las regulaciones establecen que el indicador de garantías vigentes a inversiones no debe exceder 4x, nivel que les ha ayudado a contener sus riesgos. Sin embargo, este apalancamiento sería significativamente mayor si se evaluara sobre una base ajustada por riesgos, incluyendo las expectativas de incumplimiento crediticio tanto de la cartera de garantías vigentes de las Pymes de las SGRs como la de sus inversiones, las cuales son predominantemente en bonos soberanos en moneda local.

## Presentación general del sistema y estructura

El sector de las SGRs de Argentina, se encuentra altamente concentrado en sus dos entidades mayores – Garantizar y Fondo de Garantías Buenos Aires (Fogaba) – las que representan cerca del 50% del total de garantías vigentes del sistema.

| Posición | SGR                 | Calificación de fortaleza financiera Global/Nacional | Garantías vigentes al 31-dic-2014 en ARS millones | Participación de mercado (% de garantías vigentes) |
|----------|---------------------|--|---|--|
| 1        | Garantizar          | --   | 3.023,9   | 30,8%  |
| 2        | Fogaba (*)          | B3/A2.ar   | 1.885,6   | 19,2%  |
| 3        | Don Mario           | --   | 836,7   | 8,5%   |
| 4        | Agroaval            | --   | 718,6   | 7,3%   |
| 5        | Los Grobo           | --   | 710,0   | 7,2%   |
| 6        | Acindar             | B2/Aa3.ar  | 649,3   | 6,6%   |
| 7        | Aval Rural          | B2/Aa3.ar  | 481,2   | 4,9%   |
| 8        | Aval Federal        | B3/A2.ar   | 299,6   | 3,1%   |
| 9        | Cuyo Aval           | --   | 276,9   | 2,8%   |
| 10       | Intergarantias      | --   | 172,1   | 1,8%   |
| 11       | Campo Aval          | --   | 165,0   | 1,7%   |
| 12       | Garantia de Valores | B2/Aa3.ar  | 125,8   | 1,3%   |
| 13       | Americana de Avaes  | --   | 96,8  | 1,0%   |
| 14       | Cardinal            | --   | 81,0  | 0,8%   |
| 15       | Avaluar             | --   | 65,5  | 0,7%   |
| 16       | Affidavit           | B3/A3.ar   | 65,0  | 0,7%   |
| 17       | Confederar          | --   | 35,6  | 0,4%   |
| 18       | Vínculos            | B3/A3.ar   | 34,7  | 0,4%   |
| 19       | Afianzar            | --   | 32,5  | 0,3%   |
| 20       | Solidum             | --   | 31,6  | 0,3%   |
| 21       | Confiables          | --   | 21,7  | 0,2%   |
| 22       | Fidus               | --   | 21,7  | 0,2%   |
| 23       | Productos Harmony   | --   | 7,3   | 0,1%   |
| 24       | BLD Avaes           | --   | 0,2   | 0,0%   |

(\*) La estructura legal de Fogaba no es la de una SGR, sino la de un Fondo de Garantía creado por una ley de la Provincia de Buenos Aires. Pero su función y rol en el mercado es sin embargo similar al de una SGR.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia hace referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en [www.moodys.com](http://www.moodys.com) para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y historial de calificación.

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires ([www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)) y Moody's

La concentración de mercado observada en este sector, es consecuencia del gran tamaño de los principales accionistas de las dos SGRs líderes: el Banco de La Nación Argentina (el mayor banco del país y de carácter público, no-calificado por Moody's) es el principal accionista de Garantizar SGR mientras que la Provincia de Buenos Aires (calificación Caa1, perspectiva negativa), la mayor de las provincias de Argentina, es la principal accionista de Fogaba. Dada la naturaleza pública de los principales accionistas de estas dos entidades, su alineamiento con los objetivos sociales y macroeconómicos del sistema (es decir por ejemplo el de promover el crecimiento económico y el desarrollo del sector de Pymes) contribuye a asegurar la continuidad del sistema.

## Estructura General del Mercado y su Dinámica

### Descripción:

» Las "garantías recíprocas" son un instrumento financiero celebrado entre tres partes involucradas: la entidad garantizadora, la pequeña o mediana empresa ("las Pymes") y el acreedor financiero o inversor. A cambio de una comisión a cargo de la Pyme avalada, la SGR asegura el pago contractual de los servicios de una obligación financiera específica, incluyendo el capital y los intereses. Las obligaciones financieras pueden consistir en préstamos bancarios, cheques garantizados de Pymes negociados en la Bolsa, etc. Las SGRs también pueden brindar asesoramiento financiero/técnico o económico a las Pymes, pero en una mucho menor proporción.

» Las SGRs fueron creadas por la Ley Nº 24.467 y se encuentran reguladas por varias resoluciones y disposiciones posteriores emitidas por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, SePyme, una agencia del Gobierno Argentino.

» Las SGR están constituidas por dos tipos de accionistas, los Socios Protectores y las Pymes o socios partícipes, que son las pequeñas y medianas empresas que emplean las garantías para facilitar su acceso al financiamiento que requieren sus operaciones. Cada tipo de accionista debe aportar una determinada proporción del capital societario: los socios protectores lo pueden hacer hasta un máximo del 50% del total de la SGR, mientras que cada Pyme en particular tiene limitado su aporte hasta el 5% como máximo, límite que contribuye a que la SGR presente una cartera muy atomizada de socios o clientes Pymes y la no dependencia excesiva de alguna de dichas empresas en particular. Para establecer una SGR, se requiere de un mínimo que normalmente es de 120 socios Pymes, pero bajo ciertas condiciones se pueden autorizar con una cantidad menor de Pymes socias. De acuerdo con la normativa, las Pymes deben ofrecer una contragarantía a las SGRs – constituidas normalmente por hipotecas, prendas sobre rodados y maquinarias o simples avales personales-, como medio de reducir la exposición crediticia de las SGRs a pérdidas netas.

» Las SGR hacen foco en la prevención y selección de los riesgos crediticios, y al menos en teoría, no se espera que presenten pérdidas netas significativas - dada la existencia de las contragarantías -. Las pérdidas pueden reducirse mediante la subrogación de derechos sobre las contragarantías mantenidas por la SGR y en contra de las Pymes.

» Los aportes efectuados por los socios protectores a las inversiones o fondos de riesgos de las SGRs tienen ventajas impositivas y otorgan el derecho de recibir, en forma proporcional al aporte, los rendimientos financieros generados por el fondo de riesgo en el período que dura su aporte. Dichos aportes deben permanecer al menos dos años invertidos en la SGR y además demostrar un grado de apalancamiento de al menos 0,8x para poder beneficiarse de la desgravación impositiva. Este indicador de apalancamiento se calcula dividiendo el promedio de las garantías vigentes por el promedio de las inversiones líquidas correspondiente a un período dado.

### Estructura y Dinámica:

» Los socios protectores de una SGR, aportan una clase especial de capital denominado "fondo de riesgo disponible". Este fondo constituye la reserva de capital disponible únicamente para afrontar el pago de las garantías cuando se produce un incumplimiento de alguna obligación financiera por parte de la Pyme. De esta forma, la SGR brinda un soporte crediticio externo a diferentes tipos de financiaciones, tales como préstamos bancarios, títulos de fideicomisos garantizados de corto plazo, cheques negociados en la Bolsa, etc.

» El sector de entidades garantizadoras es un mercado muy concentrado, con las mayores dos entidades reuniendo cerca del 50% del stock vigente de garantías, y las mayores 5 alrededor del 75% del total del sistema.

» El sistema fue creado originalmente presentando dos modelos de negocios. Las SGRs "abiertas", las cuales no estaban integradas verticalmente con la cadena de valor de ventas o proveedora de insumos de un gran socio protector o empresa y las SGRs "cerradas", en donde las Pymes asistidas pertenecían a la cadena de valor de una misma industria o de una gran empresa en particular –a su vez accionista principal o socio protector de la SGR-, normalmente participando de la integración vertical dentro de un mismo grupo industrial. Con el correr de los años, sin embargo, las SGRs en general comenzaron a dar sus servicios tanto a Pymes relacionadas como a Pymes no-relacionadas con sus cadenas de valor.

» La competencia entre las SGRs no es en general muy fuerte, ya que la relación comercial entablada entre las Pymes y la SGR es normalmente de largo plazo. Adicionalmente, las tasas o comisiones cobradas por las SGRs no difieren mucho entre sí.

» A diferencia de las compañías de seguros Argentinas, las SGRs están reguladas por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa, y no por la Superintendencia de Seguros de la Nación. Por lo tanto no son consideradas como aseguradoras y por lo tanto no perciben ingresos por primas de seguro. Sin embargo, sus operaciones son similares a las de cualquier aseguradora de crédito.

## Consideraciones Crediticias Principales

### La mejora en su visibilidad de mercado permite el aumento en el volumen de operaciones

Las SGRs continúan ganando visibilidad en el mercado de capitales Argentino y han permitido el mayor acceso al financiamiento de las Pymes con menores costos y/o a través de mayores plazos. En algunos casos, también han brindado servicios de consultoría financiera o técnica a sus clientes Pymes. El número de SGRs que operan en la Argentina está en aumento tras una caída observada en el año 2011 (ver gráfico 1, a continuación), en respuesta a un fuerte aumento en la cantidad de empresas Pymes integrantes del sistema, y por la expectativa de al menos una modesta recuperación del crecimiento de la economía Argentina para el año 2016. El número actual de SGRs es 24, un 14% superior al total que operaban en el año 2011.

FIGURA 1

### El número de SGRs en operación continúa en aumento, a pesar de la baja actividad económica de Argentina



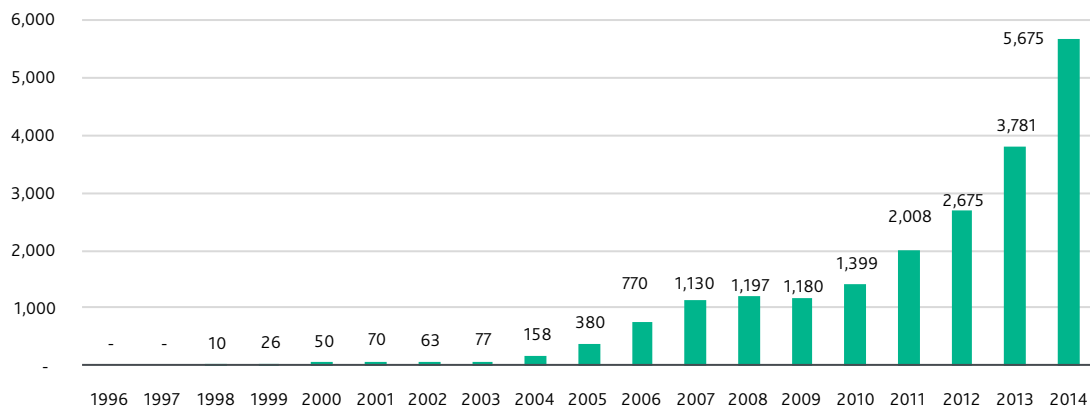
Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme\\_numero\\_de\\_SGRs\\_authorized](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme_numero_de_SGRs_authorized)), Moody's Analytics (PBI de Argentina)

El volumen de garantías vigentes del sistema de SGRs también creció (observar gráfico 2, a continuación), motivado por el mayor desarrollo del sistema de SGRs, y por la alta tasa de inflación de Argentina y la devaluación de la moneda local. Estos dos últimos factores han aumentado el costo de los bienes de capital y laborales, conduciendo a mayores necesidades de financiamiento por parte de las Pymes.

FIGURA 2

### Tanto el desarrollo del sistema de SGRs como la inflación provocaron el aumento en el nivel de garantías vigentes

(Monto nominal de garantías vigentes, en ARS millones)

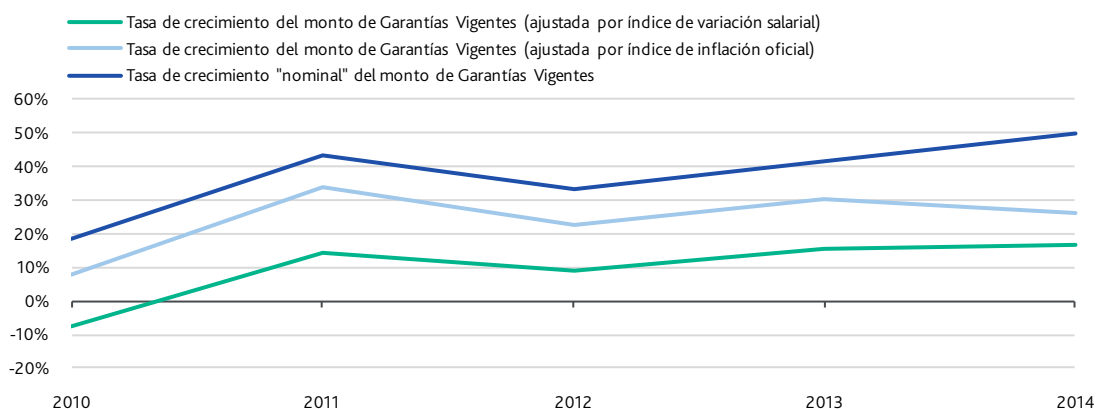


Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme))

El volumen de garantías ha crecido también en términos reales, ajustado por inflación. Dado el reiterado cuestionamiento acerca de la representatividad del índice de inflación oficial, empleamos la tasa de variación anual de los salarios como variable "proxy" o aproximada de la inflación (ver figura 3, a continuación). Esta es una medición más confiable, ya que los salarios de los trabajadores sindicalizados ajustan frecuentemente por una medida de inflación mucho más realista. Aun ajustando por esta medida de inflación, el crecimiento en el monto de garantías vigente excedió al 10% anual durante los últimos dos años.

FIGURA 3

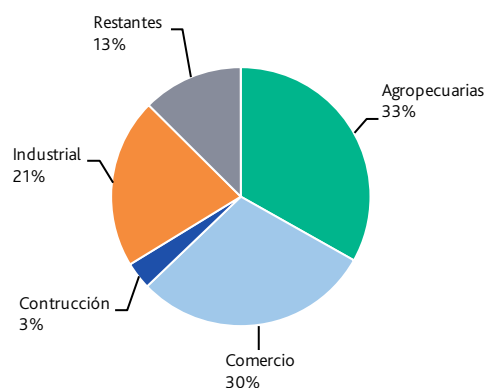
### Tasas de crecimiento del sector: Garantías vigentes en comparación con medidas normales de referencia



Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme)) y [www.indec.gob.ar](http://www.indec.gob.ar)

En este contexto de alto crecimiento, las SGRs fueron además capaces de diversificar sus varias exposiciones a riesgo (las garantías que ofrecen) por distinto sector económico, por jurisdicción geográfica, por moneda y por plazo. Su exposición a distintos sectores económicos se considera razonablemente equilibrada reflejando la economía diversificada que presenta Argentina (ver figura 4, a continuación).

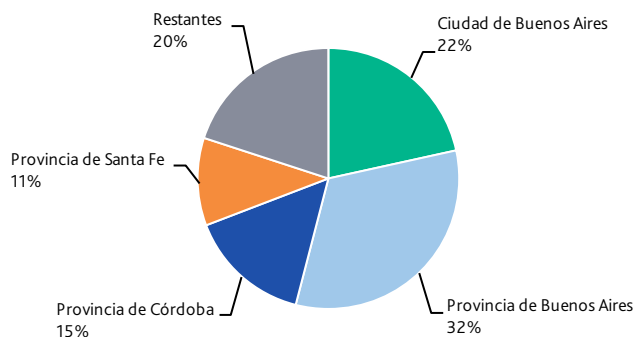
FIGURA 4

**Garantías emitidas por sector de actividad económica, 4 T 2014**

Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme))

Sin embargo, la concentración a nivel geográfica permanece alta, lo cual refleja el hecho de que unas pocas regiones urbanas y provinciales reúnen la mayor parte de la actividad económica del país (ver figura 5, a continuación).

FIGURA 5

**Garantías emitidas por región, 4 T 2014**

Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme))

Es probable que el crecimiento del sector permanezca fuerte, apoyado por la sustentabilidad de las principales tendencias de la industria, las que incluyen: 1) expectativas de al menos un modesto rebote de la actividad económica en el mediano plazo; 2) el liderazgo que mantienen las entidades de carácter público relacionadas con el Gobierno como Garantizar y Fogaba, las cuales empujarán el crecimiento del sector; 3) los esfuerzos realizados por las SGRs de accionistas privados para difundir los beneficios de este sector al universo de las empresas Pymes; 4) el hecho que menos del 10% del total de empresas Pymes del país se estén actualmente beneficiando de una garantía financiera; y 5) el marco legal y operativo que regula la operatoria de las SGRs.

**Aumento de la presencia de las SGRs en el mercado de capitales**

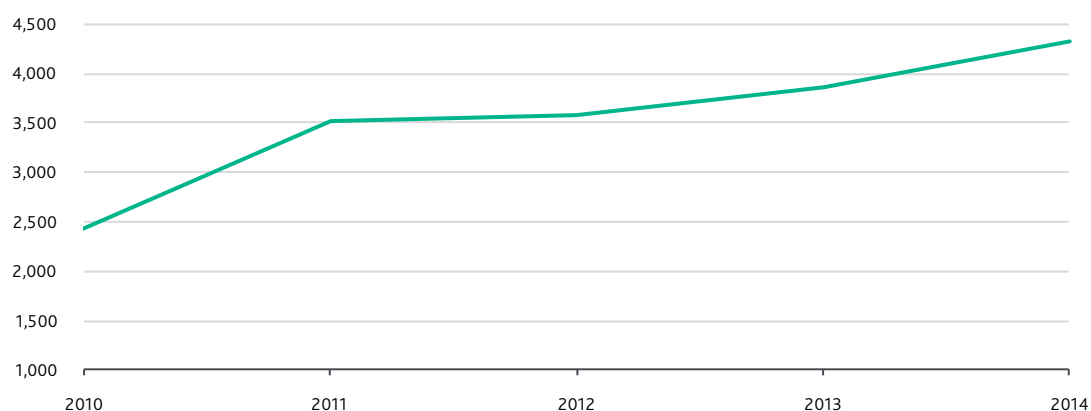
Un factor importante que influyó en el crecimiento de las SGRs fue la mayor demanda de "Cheques Garantizados" por parte de los fondos comunes de inversión que se especializan en instrumentos

garantizados de Pymes. El financiamiento a Pymes mediante estos Cheques Garantizados creció significativamente en los últimos dos años, con un volumen de Cheques Garantizados en manos de la industria de fondos comunes de inversión que representaron más del 50% del total de garantías vigentes de las SGRs a fines del ejercicio pasado.

En parte, esta mayor demanda proveniente de los fondos comunes fue impulsada por la reforma del menú de inversiones para las compañías de seguros ocurrida en 2011, la cual estableció niveles mínimos dentro del total de sus inversiones a ser invertida en instrumentos de deuda emitidos por Pymes. Algunos fondos comunes de objetivo o propósito especial fueron lanzados para cubrir la creciente demanda de instrumentos de inversión destinados a las empresas Pymes. Adicionalmente, las empresas Pymes optan, cada vez en mayor medida, por la utilización de Cheques Garantizados para financiar sus necesidades de capital, ya que los mismos permiten un costo de fondeo negativo en términos reales, convirtiéndolos en instrumentos muy convenientes. Las tasas de interés de dichos instrumentos se encuentran típicamente en el rango del 15-19%, la cual es mucho más baja que la mayoría de las estimaciones privadas de inflación, las que se ubican normalmente en el rango del 30-34%. Finalmente, la naturaleza de corto plazo de estos instrumentos (con un máximo de 360 días) están en línea con el ciclo productivo de muchas de las actividades económicas relacionadas con las Pymes, incluyendo la agricultura.

Mientras que los Cheques Garantizados han pasado a ser la principal fuente de crecimiento de las garantías del sistema (ver figura 6, a continuación), consideramos que su expansión continuará de manera sostenida por más que las condiciones dinámicas del mercado cambien, dados: 1) el crecimiento histórico del sector, aún en períodos en que otras alternativas de financiamiento para Pymes se habían expandido también; 2) la emisión de Cheques Garantizados en moneda local, la cual favorece la capacidad de repago de estos instrumentos por parte de las Pymes; y 3) el rol activo desempeñado por el sistema de SGRs para el desarrollo de nuevas alternativas de financiamiento para poder hacer frente a las necesidades de largo plazo de las Pymes.

FIGURA 6

**Crecimiento del sector: Cantidad de operaciones concretadas por año**

Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme))

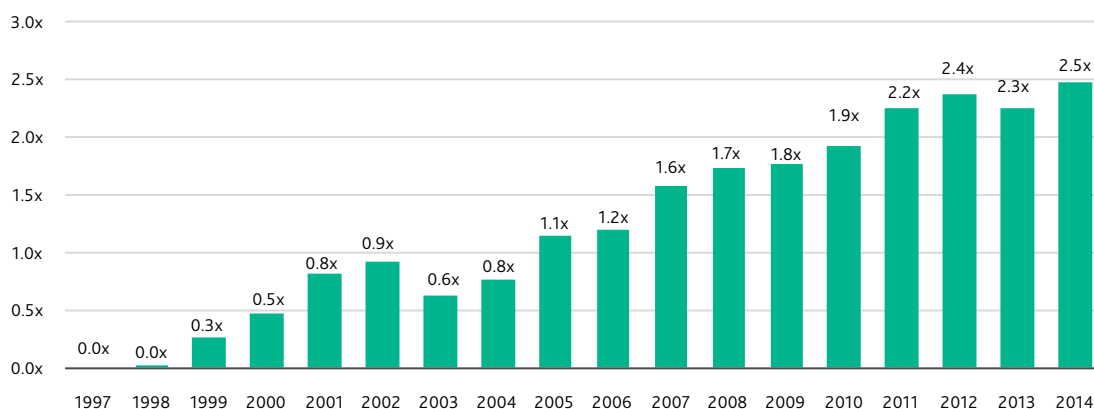
## Las capitalización es adecuada, mientras que las pérdidas netas se mantienen bajas

A pesar del crecimiento en las financiaciones a Pymes por medio de garantías provistas por SGRs, lo cual podría motivar alguna preocupación por la calidad crediticia de las mismas, el apalancamiento de las SGRs permanece bajo, especialmente en comparación con otras industrias de garantías financieras a nivel global. Esto es motivado por las contribuciones o aportes de capital efectuados por los socios protectores al fondo de riesgo de las SGRs (el cual únicamente puede ser utilizado en caso de tener que abonar garantías por financiaciones incumplidas por las Pymes y para absorber pérdidas del valor de las inversiones) y por la regulación que limita el indicador de apalancamiento a un nivel bajo e igual a 4x (ver figura 7, a continuación). Adicionalmente, a diferencia de otro tipo de entidades financieras, las SGRs no dependen de sus utilidades para el crecimiento de su capital. Los aportes realizados por los socios protectores, mediante fondos obtenidos o generados en otras actividades rentables, han superado ampliamente tanto al rendimiento de las inversiones como a los resultados operativos históricos. La ecuación de ingresos totales menos gastos administrativos y comerciales dio resultados netos en el rango del -1 al 1% del total de los ingresos.

Sin embargo, al ajustar por el alto riesgo operativo de Argentina, y por la concentración económica-sectorial en el caso de algunas SGRs, el grado de apalancamiento es mucho mayor. Nuestra evaluación ajustada por riesgo refleja el hecho que la mayoría de las inversiones de las SGRs, compuesta en su mayoría por bonos soberanos en moneda local presentan una calificación de Caa1 con perspectiva negativa, la cual se asocia a una alta probabilidad de incumplimiento crediticio.

FIGURA 7

### Apalancamiento del Sector (Garantías vigentes / Inversiones)



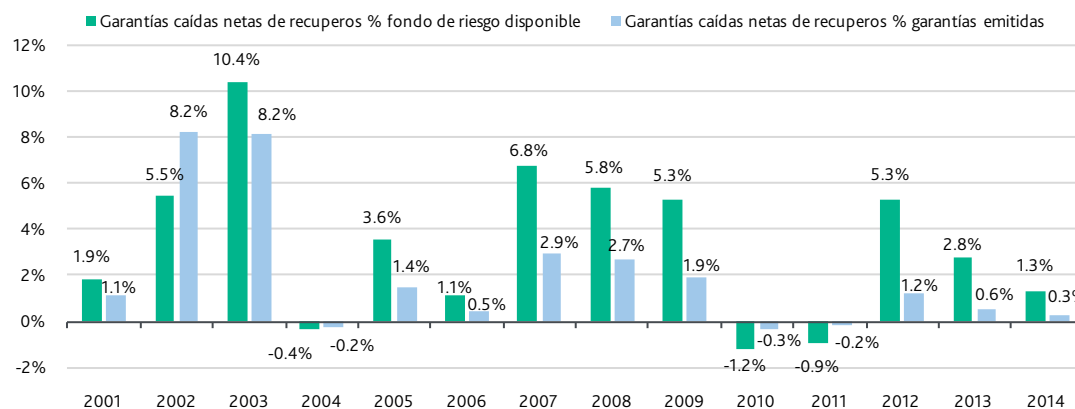
Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme))

Las pérdidas netas (tras computar recuperos) se han ubicado en el rango del 1-5% de las inversiones, reflejando el importante rol cumplido por las contragarantías como mitigadoras de pérdidas, así como la alta capitalización de las SGRs (ver figura 8, a continuación).



FIGURA 8

## Garantías caídas como % Fondo de riesgo y de las Garantías emitidas



Fuente: Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional ([www.industria.gob.ar/secretaria-pyme](http://www.industria.gob.ar/secretaria-pyme))

El indicador de apalancamiento para cada entidad al cierre del ejercicio 2014 se muestra en la tabla siguiente:

| SGR                 | Calificación de Fortaleza Financiera Global/Nacional | Garantías Vigentes al 31-dic-2014 en ARS millones [a] | Inversiones en ARS millones [b] | Apalancamiento técnico [a]/[b] |
|---------------------|--|---|---------------------------------|--------------------------------|
| Garantizar          | --   | 3.023,9   | 1.378,2                         | 2,19x                          |
| Fogaba              | B3/A2.ar   | 1.885,6   | 668,7                           | 2,82x                          |
| Don Mario           | --   | 836,7   | 238,6                           | 3,51x                          |
| Agroaval            | --   | 718,6   | 363,8                           | 1,98x                          |
| Los Grobo           | --   | 710,0   | 187,3                           | 3,79x                          |
| Acindar             | B2/Aa3.ar  | 649,3   | 305,9                           | 2,12x                          |
| Aval Rural          | B2/Aa3.ar  | 481,2   | 199,7                           | 2,41x                          |
| Aval Federal        | B3/A2.ar   | 299,6   | 131,6                           | 2,28x                          |
| Cuyo Aval           | --   | 276,9   | 82,5                            | 3,36x                          |
| Intergarantias      | --   | 172,1   | 90,9                            | 1,89x                          |
| Campo Aval          | --   | 165,0   | 108,4                           | 1,52x                          |
| Garantía de Valores | B2/Aa3.ar  | 125,8   | 73,7                            | 1,71x                          |
| Americana de Avaes  | --   | 96,8  | 32,7                            | 2,96x                          |
| Cardinal            | --   | 81,0  | 48,7                            | 1,66x                          |
| Avaluar             | --   | 65,5  | 24,1                            | 2,72x                          |
| Affidavit           | B3/A3.ar   | 65,0  | 34,0                            | 1,91x                          |
| Confederar          | --   | 35,6  | 26,9                            | 1,32x                          |
| Vínculos            | B3/A3.ar   | 34,7  | 25,6                            | 1,36x                          |
| Afianzar            | --   | 32,5  | 26,3                            | 1,23x                          |
| Solidum             | --   | 31,6  | 16,8                            | 1,88x                          |
| Confiables          | --   | 21,7  | 14,2                            | 1,53x                          |
| Fidus               | --   | 21,7  | 14,5                            | 1,50x                          |
| Productos Harmony   | --   | 7,3   | 15,0                            | 0,48x                          |
| BLD Avaes           | --   | 0,2   | 91,2                            | 0,00x                          |

Fuente: Bolsa de Comercio de Buenos Aires ([www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)) y Moody's.

## Reportes relacionados de Moody's

### Otros Reportes de Latino América

#### Regional:

- » [Latin America Insurance: Key Regional Trends & Credit Drivers, July 2013 \(156305\)](#)

#### Perspectivas de la Industria Aseguradora:

- » [Argentina's Insurance Industry Outlook Remains Negative, October 2014 \(176043\)](#)
- » [Bolivia's Insurance Industry Outlook: P&C and Life Remain Stable while Annuity Stays Negative, July 2014 \(171694\)](#)
- » [Outlook Remains Stable for Brazilian Insurance, August 2014 \(174134\)](#)
- » [Mexican Insurance - Steady Economic Growth and Strengthened Regulations Support a Stable Outlook, February 2015 \(100184\)](#)

#### Planilla Analítica de Fortaleza Financiera::

- » [Argentine Insurance Industry, October 2014 \(176039\)](#)
- » [Bolivian Insurance Industry, July 2014 \(172136\)](#)
- » [Brazilian Insurance Industry, August 2014 \(174843\)](#)
- » [Colombian Insurance Industry, July 2013 \(156253\)](#)

#### Suplemento Estadístico de Aseguradoras:

- » [Argentine Insurance Industry, October 2014 \(1000742\)](#)
- » [Bolivian Insurance Industry, April 2015 \(1003869\)](#)
- » [Brazilian Insurance Industry, October 2014 \(1006749\)](#)
- » [Colombian Insurance Industry, April 2015 \(1003599\)](#)
- » [Chilean Insurance Industry, April 2015 \(1004669\)](#)
- » [Mexico Insurance Industry, July 2014 \(173078\)](#)
- » [Peru Insurance Industry, April 2015 \(1003785\)](#)
- » [Uruguayan Insurance Industry, April 2015 \(1004208\)](#)

#### Metodologías de Calificación:

- » [Moody's Global Rating Methodology for Property and Casualty Insurers, August 2014 \(173729\)](#)
- » [Moody's Global Rating Methodology for Life Insurers, August 2014 \(173728\)](#)

#### Metodologías de Calificación Sectoriales:

- » [Mapping Moody's National Scale Ratings to Global Scale ratings, June 2014 \(171508\)](#)

Para acceder a los reportes mencionados, hacer *click* en el hipervínculo. Tener en cuenta que las referencias han sido actualizadas a la fecha de esta publicación, pudiendo existir versiones más recientes. Todos los informes pueden no estar disponibles para todos los clientes.

Rate this Research



Número de Reporte: 183662

**Autor**  
Alejandro Pavlov

**Colaborador**  
Florencia Calvente

**Asociado de Producción**  
Gomathi M

© 2015 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES CALIFICADORAS ("MIS") SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, PUDIENDO LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y ESTUDIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI OFRECEN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIRSE, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado por adelantado de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO DE DICHS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado" - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de plena propiedad de Moody's Group Japan G.K., propiedad al 100% de Moody's Overseas Holdings Inc., filial de entera propiedad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia de calificación crediticia filial al 100% de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"). Por consiguiente, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ no son Calificaciones Crediticias de la NRSRO. Las Calificaciones Crediticias Ajenas a la NRSRO son asignadas por una entidad que no es parte de la NRSRO y, por tanto, la obligación calificada no será susceptible de recibir ciertos tipos de tratamiento a tenor de las leyes estadounidenses. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia inscritas en la Agencia de Servicios Financieros de Japón, y sus números de registro no Comisionado para la Agencia Servicios Financieros (Calificaciones) [FSA Commissioner (Ratings)] № 2 y 3, respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y aproximadamente los JPY350.000.000.

MJJK y MSFJ mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.