

## Puente Hnos. S.A.

### Informe de actualización

#### Calificaciones

##### Nacional

Endeudamiento de Largo Plazo	A(arg) ▼
Endeudamiento de Corto Plazo	A1(arg) ▼
VCP Clase 13 por un valor nominal de USD10 millones (ampliable hasta \$300 millones)	A1(arg) ▼

#### Resumen Financiero

Millones de \$	dic.-17	dic.-16
Activos	2.085,3	1.335,7
Patrimonio	331,3	390,2
Resultado Neto	153,9	190,9
Margen Operativo Aj. (%)	11,5	33,2
ROAE Ajustado (%)	43,5	44,0
Patrimonio Tangible/ Activos Tangibles (%)	15,8	29,1

#### Crterios relacionados

*Metodología de Calificación de Entidades Financieras registrada ante la Comisión Nacional de Valores*

#### Analistas

##### Analista Principal

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

##### Analista Secundario

María Luisa Duarte  
Director  
5411 – 5235 - 8100  
[marialuisa.duarte@fixscr.com](mailto:marialuisa.duarte@fixscr.com)

##### Responsable del Sector

María Fernanda Lopez  
Senior Director  
5411 – 5235 - 8100  
[maria.fernanda@fixscr.com](mailto:maria.fernanda@fixscr.com)

#### Perfil

Puente Hnos. S.A. (Puente) es un Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Integral que opera principalmente en el mercado de capitales argentino. La compañía se especializa en servicios de asesoramiento financiero y gestión de inversiones de terceros.

#### Factores relevantes de la calificación

**Adecuado desempeño:** Puente registra una buena capacidad para generar ingresos comerciales, sustentada en el crecimiento de su base de clientes y activos bajo administración, que alimentan sus resultados. A dic'17 la rentabilidad se redujo respecto de dic'16 consecuencia de la compresión de los *spreads* que impactó sobre la generación de comisiones por *wealth management* (-28% anual), parcialmente compensado por los ingresos del negocio de *capital market* y de *sales and trading*. La compresión de márgenes derivó en un deterioro de la eficiencia operativa, aunque la entidad aún conserva adecuados márgenes operativos (10,7% a dic'17) y rentabilidad (0.43% sobre AUM Prom.).

**Optimización del capital:** A los fines de optimizar la posición de capital de los accionistas, la entidad realizó distribuciones de dividendos durante 2016 (\$324,5 millones) y 2017 (\$260,9 millones) que han derivado en una menor capitalización de la compañía. No obstante, su apalancamiento financiero aún es acotado y su posición de capital regulatorio se conserva holgada.

**Prudente apetito de riesgo:** La entidad cuenta con una adecuada estructura y medición de sus riesgos integrales, con acotados límites de exposición que restringen el apetito de riesgo de la compañía. En sus principales líneas de negocio, Puente ofrece líneas de crédito para sus clientes bajo diferentes tipos de operaciones, cuyo riesgo mitiga a través de una adecuada política de facultades crediticias y buenos requerimiento de cobertura. El riesgo sobre la custodia de los títulos valores es acotado puesto que son depositados en Caja de Valores a nombre del titular.

**Buena liquidez:** Producto de su modelo de negocio, Puente mantiene una proporción elevada de activos líquidos. A dic'17 las disponibilidades representaban el 52,6% los pasivos corrientes.

**Moderada concentración por clientes:** La generación de ingresos registra una moderada concentración en los primeros diez cliente (28%), que se estima debería reducirse a medida que crezca su base de clientes minoristas. En este sentido, a dic'17 los clientes del sector público representaban el 27,4% de los de ingresos, en parte debido a operaciones de *capital markets*.

**Resolución favorable del proceso penal:** Los hechos sobre los que la CNV inició un proceso sumarial sobre Puente, dieron en su momento origen a una causa penal en el Juzgado Nacional en lo Criminal y Correccional n° 1. El 13/04/18, Puente informó al mercado que el Juzgado dictó el sobreseimiento en firme (con el aval de la Fiscalía n° 22 a cargo de la investigación), de Federico Tomasevich en su calidad de Presidente de la compañía por inexistencia de delito. Este hecho podría establecer un precedente en la resolución del sumario llevado a cabo por la CNV.

#### Sensibilidad de la calificación

**Rating Watch Negativo:** Una resolución del sumario iniciado por la CNV que afecte significativamente la situación financiera o el modelo de negocios de la compañía, derivaría en una baja de las calificaciones de Puente.

Por otro lado, una resolución del sumario en forma favorable para Puente o cuyo efecto económico no sea significativo para los estados financieros de la compañía y/o su modelo de negocios a mediano plazo, derivaría en un retiro del RWN sobre las calificaciones de la entidad.

## Perfil

Puente Hnos. S.A. (Puente) es un Agente de Liquidación y Compensación y Agente de Negociación Integral registrado ante la Comisión Nacional de Valores (CNV), que opera principalmente en el mercado de capitales argentino bajo los requerimientos regulatorios que establece la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 y normas de las CNV, con participación en los mercados que tienen acuerdo con los mercados locales (NYSE, Bovespa, entre otros). El 95% del paquete accionario de Puente pertenece Puente Holding Ltd. UK.

Puente se especializa en todo lo concerniente a los servicios de banca de inversión en el mercado de capitales local y con rápida expansión en el mercado latinoamericano. La operación en Argentina forma parte de un grupo más amplio que tiene presencia en Uruguay y Paraguay. Actualmente es uno de los principales ALyC.

Las principales servicios o líneas de negocio que actualmente explota son de Wealth Management, Sales and Trading y Capital Markets. Además, ofrece servicios de *Corporate Finance* y asesoramiento para desarrollo e inversión en proyectos de infraestructura.

## Estrategia

El objetivo a largo plazo del grupo es ser líderes en servicios de banca de inversión del cono sur (Argentina, Paraguay y Uruguay).

Puente estima continuar consolidando su crecimiento en Argentina mediante una estrategia que apunta a robustecer su posición competitiva en sus negocios más importantes (*Wealth Management*, *Sales & Trading* y *Capital Markets*) y diversificar sus ingresos creciendo en áreas con potencial de crecimiento y complementarias a los negocios existentes, como *Corporate Finance*.

## Gobierno corporativo

El gobierno corporativo de la entidad es acorde con su modelo de negocio y ha registrado un progresivo fortalecimiento en los últimos tres años. La administración de la sociedad corresponde a su Directorio, integrado por 5 miembros, designados por la asamblea de accionistas, a saber: Federico Tomasevich (Presidente de Puente, no independiente), Marcelo Barreyro (Vicepresidente, no independiente), Sistiana Fronza (Director, no independiente), Miguel Kiguel (Director no independiente) y Guillermo Savignano (Director, independiente). La política de gobierno corporativo de la entidad cumple con los requerimientos regulatorios y es acorde con las prácticas del mercado local.

Las áreas vinculadas al control y gestión de la compañía (Gerencia General, Gerencia de Seguridad de la Información, Auditoría Interna y Gerencia de Cumplimiento) reportan al Directorio. La entidad cuenta con una Gerencia General que centraliza la gestión operativa de Puente, lo que deriva en una menor presencia del directorio en la gestión de la compañía, lo que desliga al Directorio de cualquier función ejecutiva y fortalece su función de control sobre la gestión.

Para el control de sus principales riesgos Puente cuenta con Direcciones de Control de Gestión y de Seguridad de la Información, de carácter regional, es decir que sus monitoreos abarcan a todas las entidades del grupo. A su vez, localmente cuenta con las Gerencias de Auditoría Interna, de Cumplimiento (encargada del control integral de riesgos y del cumplimiento de las políticas de prevención de lavado de dinero y financiamiento al terrorismo), y de Legales para la operatoria de Capital Markets y M&A. Cada una de esas áreas cuenta con instancias de comité en el que se revisan los principales riesgos del área. A su vez, la auditoría externa de la sociedad está a cargo de Deloitte S.C., mientras que el asesoramiento impositivo y previsional está a cargo de PWC, para todas las unidades del grupo.

La gestión integral de riesgos a los que está expuesta la entidad, se gestiona a través de dos comités a nivel de Directorio: i) el Comité de Administración de Riesgos (CAR) que fija el apetito de riesgo de la compañía y monitorea su cumplimiento, y ii) el Comité de Créditos. El CAR se reúne como mínimo una vez por mes y sus miembros titulares son los Directores no Independientes (máxima autoridad para aprobar cambios en las políticas de gestión de riesgos) y el Gerente de Riesgos; a los que se podrán sumar los demás miembros del Directorio y de la Comisión Fiscalizadora. Finalmente, el Comité de Activos y Pasivos (ALCO, por sus siglas en inglés) monitorea y fija semanalmente la política de financiamiento, posición de liquidez y riesgo de tasa de interés.

Finalmente, la calificadoradora observa que la entidad ha registrado una alta rotación en sus posiciones gerenciales, sobre lo cual la entidad está trabajando activamente. Asimismo, esto no le ha impedido llevar a cabo su modelo de negocios y cumplir con sus objetivos de negocio, debido a la clara definición de su estrategia y modelo de negocio, como así también la generación interna de recursos del Grupo para cubrir las posiciones.

Cabe mencionar que los hechos sobre los que la CNV inició un proceso sumarial sobre Puente ((Expte. N° 3349/2016 “Actuación Puente hermanos S.A. s/ Investigación Operatoria Organismos Públicos”) y debido al cual la calificadoradora colocó en RWN la calificación del emisor, dieron en su momento origen a una causa penal en el Juzgado Nacional en lo Criminal y Correccional n° 1. En este sentido, el pasado 13/04/18, Puente informó al mercado que el Juzgado dictó el sobreseimiento, con el aval de la Fiscalía n° 22 a cargo de la investigación, de Federico Tomasevich en su calidad de Presidente de la compañía por inexistencia de delito.

## Desempeño

### Entorno Operativo

A partir del cambio de paradigma macroeconómico, 2016 se configuró como un año de transición. A lo largo de ese año, la nueva administración planteó como objetivos prioritarios el reacomodamiento de precios relativos, la normalización del mercado cambiario y monetario, de las relaciones con el mercado financiero internacional y un proceso de ajuste gradual del desequilibrio fiscal. Como consecuencia de este proceso que derivó en una caída de la actividad económica, suba de las tasas de interés y un salto en la tasa de inflación, el sistema financiero argentino registró una marcada desaceleración en el crecimiento de los préstamos, producto de la retracción de la demanda del sector privado.

No obstante, a partir del último trimestre de 2016, comenzó a observarse una gradual recuperación de la actividad económica que impulsó la demanda crediticia, tendencia que se mantuvo para 2017. En este contexto, FIX estima que, para 2018, esta evolución de las variables continuará, condicionada tanto por factores endógenos, tales como la evolución de las cuentas fiscales, como exógenos, como la situación de Brasil y la evolución del precio de los commodities. Actualmente las entidades financieras enfrentan el desafío de mejorar sus niveles de eficiencia, deteriorados por altos costos de estructura impulsados por elevados índices inflacionarios y no compensados por el incremento de la intermediación financiera. Respecto de la calidad de cartera, si bien la morosidad puede aumentar, se considera que la mora del sistema es baja y que las entidades en general están bien provisionadas. Por lo tanto, no se esperan problemas significativos a pesar de algunos cambios en los precios relativos.

A mediano y largo plazo, ante un escenario base de un sendero descendente de la tasa de inflación y crecimiento sostenido de la economía, FIX estima que las entidades financieras enfrentarán un escenario de creciente presión competitiva con una progresiva reducción de los márgenes de intermediación. El desafío para las entidades será mejorar su eficiencia, aumentar su volumen de operaciones y lograr un progresivo alargamiento del plazo de sus pasivos que le permitan calzar la duration entre activos y pasivos.

Cabe mencionar que, bajo el nuevo escenario, los reguladores del sistema financiero y el mercado de capitales (BCRA y CNV) se observan como agentes transformadores del sector, al impulsar cambios regulatorios en línea con las normativas internacionales y tendientes a hacer más eficiente y competitivo el sistema financiero local.

## Desempeño de la Entidad

Puente registra una buena capacidad para generar ingresos comerciales, sustentada en el crecimiento de su base de clientes y volúmenes de activos bajo administración (\$41,4 MM a dic'17 vs \$27,8 MM a dic'16), que alimentan sus resultados y permiten cubrir el costo de su operatoria. A dic'17 la rentabilidad de la entidad se redujo respecto de dic'16 producto de un menor resultado operativo consecuencia de la compresión de los *spreads* que impactó sobre la generación de comisiones por *wealth management* (-28,6% anual), que en parte fue compensado por los mayores ingresos por comisiones del negocio de *capital market* (+14,2% anual) y de *sales and trading* (+8,4%). Si bien la compresión de márgenes ha derivado en un deterioro de la eficiencia operativa la entidad, ésta aún conserva adecuados márgenes operativos (10,7% a dic'17) e indicadores de rentabilidad (el resultado neto anualizado representó el 0.43% de los AUM Prom. y el 9% de los activos promedio).

FIX estima que la rentabilidad de Puente continuará registrando adecuados niveles dado su buena base de clientes y la sostenida demanda por activos financieros del mercado local. Sin embargo, a mediano plazo, ante un escenario de creciente competencia en el mercado de capitales, la rentabilidad de las entidades conservarían su tendencia a la compresión de los márgenes, representando la eficiencia y la escala de negocios factores determinante de la generación de resultados.

## Ingresos operativos

El flujo de ingresos operativos de Puente ha registrado un consistente crecimiento en los tres ejercicios anteriores, sustentado en su buena capacidad para incrementar su base de clientes (fundamentalmente de su actividad de *Wealth Management*). En 2017 los ingresos operativos se redujeron un 24,7% anual producto de los menores ingresos generados en su línea de *wealth management* (-28,6% anual) consecuencia de la compresión de los *spreads* de intermediación que no alcanzaron a ser compensados por el crecimiento de activos bajo administración (+47,8%).

La distribución de ingresos por tipo de productos es adecuada a la limitada profundidad, baja sofisticación y el contexto en el que opera el mercado de capitales local. Aproximadamente el 63% de los ingresos de Puente proviene de sus actividades de *Wealth Management*, un 9% por actividades de *Sales & Trading*, un 14% de sus actividades de *Capital Market* y un 14% del rendimiento de la administración de la cartera de inversiones propias. De concretarse un proceso de mayor desarrollo, consolidación y profundización del mercado de capitales, Puente estaría en condiciones de mejorar su diversificación de ingresos por línea de negocios a largo plazo.

La generación de ingresos registra una adecuada dispersión por tipo de clientes (ver Gráfico #3), con cierta predominancia del sector público (representa el 27,4% del total de generación de ingresos operativos) como consecuencia de la mayor generación de ingresos por colocaciones de deuda del sector en mercado de capitales. La diversificación por cliente le provee de una apropiada estabilidad en su generación de ingresos a lo largo del tiempo. No obstante, aún presenta una alta concentración de su generación de ingresos en sus mayores diez clientes (28%), que se estima debería reducirse a medida que crezca su base de clientes de individuos.

Gráfico #1: Evolucion Base de Clientes

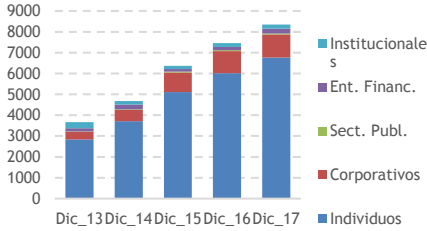


Gráfico #2: Evolucion de los Activos Bajo Administración

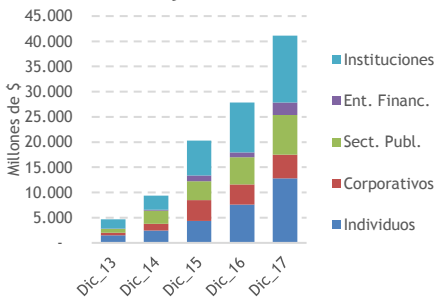


Gráfico #3: Desagregación de Ingresos por Tipo de Clientes

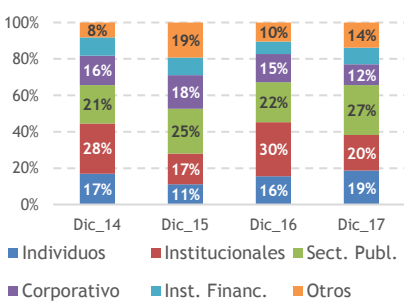
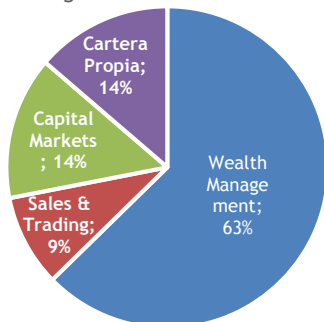


Gráfico #4: Ingresos por línea de negocios - Dic'17



Dada la importancia de los ingresos por *Wealth Management*, FIX estima que la generación de ingresos a largo plazo dependerá en mayor medida de la capacidad de la empresa para conservar o incrementar su base de clientes y activos bajo administración, así como la evolución de la actividad económica, la liquidez de la economía y la presión competitiva por la captación de clientes en el mercado local.

## Gastos de administración

La operatoria de Puente aún conserva razonables niveles de eficiencia, aunque registra un deterioro respecto del ejercicio anterior como consecuencia de la caída en el flujo de ingresos operativos, mientras los gastos se mantuvieron estables. Lo mencionado derivó en un deterioro de la eficiencia operativa (88,4% vs 66,6%), así como el margen operativo de la compañía (10,7% vs 32,8%).

Aproximadamente 61% de los gastos totales corresponde a salarios, premios al personal de la empresa y honorarios a directores y síndicos. Cerca de un 30% de los gastos operativos son variables, corresponden a gastos relacionados con su operatoria habitual de los cuales cerca del 31% corresponde a impuestos a ingresos brutos.

## Riesgos

### Administración de Riesgos

En opinión de la calificadora, la administración de riesgos de Puente es apropiada a su operatoria y ha registrado una marcada mejora en los últimos años en línea con el crecimiento de su escala de negocios. Por el modelo de negocio, los principales riesgos a los que se encuentra expuesta Puente es el riesgo reputacional, de mercado, de crédito, operacional y legal. Las políticas para la administración de los diferentes riesgos (crédito, inversiones, liquidez, regulatorio, etc) se establecen, como se mencionó anteriormente (ver Gobierno Corporativo) en el Comité de Administración de Riesgos, que fija el apetito de riesgo de la compañía. A su vez cuenta con comités de activos y pasivos (ALCO), que por su importancia en la operatoria de la empresa tienen una frecuencia semanal, y un Comité de Créditos, a nivel de directorio. Todos los comités presentan un informe específico en el que se evalúa el cumplimiento de los parámetros de riesgo establecidos (para el caso de crédito e inversiones) o el avance de temas específicos o cumplimiento de objetivos para el resto de los comités.

### Riesgo de Crédito

El riesgo de crédito y de contraparte se observa acotado. La exposición crediticia comprende: su operatoria de créditos puente y *underwriting* a clientes corporativos o del sector público en línea de negocios de *capital market*; las operaciones de leverage, cauciones tomadoras y operaciones de pase con todos sus clientes de *wealth management*; y su operatoria en mercados garantizados y no garantizados (riesgos de concertación y liquidación). Los límites de exposición crediticia están claramente delimitados en su política de crédito y con prudentes requerimientos de cobertura en la mayor parte de las operaciones. El sector de riesgo del Área de Cumplimiento es la responsable de monitorear el cumplimiento de la política de crédito, mientras que el Comité de Créditos es la instancia que revisa y aprueba las excepciones de límites. El monitoreo se realiza diariamente, a fin de informar cualquier incumplimiento en las coberturas y/u otros ratios de sus líneas de crédito con el objetivo de tratar el potencial riesgo crediticio en forma temprana.

El área de riesgos también monitorea y actualiza la situación del cliente en el sistema financiero a través de su calificación en los bureaus de crédito y para el caso de subsoberanos y corporativos incorpora las calificaciones de riesgo públicas como información adicional.

Producto de su operatoria habitual con sus clientes, Puente mantiene en balance créditos comerciales, *underwriting* y préstamos de corto plazo que representaban un acotado 4% del activo,



con una muy buena cobertura de garantías. FIX estima que el riesgo de crédito continuará representando una parte limitada de su operatoria.

En cuanto a las operaciones de custodia que implican montos significativos respecto del capital de Puente (\$15.066 millones a dic'17), también se consideran un riesgo acotado ya que los instrumentos en custodia están depositados en Caja de Valores (central depositaria del Mercado de Valores) a nombre del titular y no constituyen un riesgo contingente para la sociedad.

## Riesgo de Mercado

El ALCO establece la política de inversiones y las posiciones de liquidez y necesidades de financiamiento. Para el control y seguimiento del riesgo de mercado la entidad fija límites de: crédito u exposición (por tipo de activos), de período de tenencia (cantidad de días de tenencia por tipo de activo, no mayor a 21 días), y de máxima pérdida aceptada por tenencia (*stop loss* del 10%). Estos límites establecen el marco para la gestión de la cartera propia a cargo del área de Sales & Trading y las posiciones de liquidez a cargo de la Tesorería. La posición financiera es revisada diariamente por el área de riesgos de mercado que ante un incumplimiento de los límites dispara una alerta a fin de regularizar la posición. Cabe mencionar, que los límites de crédito por tipo de activos corporativos y subsoberanos, limitan la concentración por emisor hasta un máximo del 25% del límite global para el tipo de activo.

A dic'17 del total de inversiones (sin considerar la inversión en el Fondo de Riesgo de la SGR relacionada) totalizaban \$346,6 millones, de los cuales el 7% estaba alocado en obligaciones negociables, 68% en títulos públicos (incluidos subsoberanos) y 20% en acciones (siendo la principal exposición al ByMA).

El riesgo de moneda es acotado, a dic'17 conservaba una posición activa neta en moneda extranjera equivalente a \$168,1 millones (50,7% del patrimonio) que se estima razonable, teniendo en cuenta el aún sendero de depreciación de la moneda ante un escenario de persistencia en la tasa de inflación aún elevado y altos niveles de déficit fiscal.

Para la gestión del riesgo de tasa de interés, la Gerencia de Riesgos (encargada del monitoreo y gestión de alerta por el incumplimiento de los límites de descalce de tasa y moneda) utiliza mediciones de GAP de tasas para evaluar la sensibilidad del margen financiero ante movimientos de las tasas de interés de referencia y su impacto sobre el patrimonio. La entidad conserva prudentes límites de riesgo de tasa: por monto de exposición del GAP (<10% del patrimonio), por sensibilidad del margen a movimientos de las curvas de tasas (<1% del patrimonio), límites de concentración por tipo de tasas, y de movimientos de las tasas de referencia de mercado.

## Riesgo Operativo

El riesgo operativo deriva principalmente de los riesgos inherentes a los procesos, riesgo legal y tecnológico. Para la gestión y prevención del riesgo operacional contempla: i) la revisión de marcos normativos (o políticas de gestión de riesgos y procesos); ii) evaluación de perfiles de usuarios; y iii) la gestión de la matriz de riesgos. Las áreas responsables del monitoreo y gestión del riesgo operacional son el área de Cumplimiento y área de Seguridad Informática (particularmente para la evaluación de perfiles de usuarios). La matriz de riesgos contempla los procesos por niveles de riesgo (alto, medio y bajo) con el objetivo de establecer y cuantificar las potenciales pérdidas asociadas a los riesgos expuestos, y la frecuencia de controles sobre los mismos.

La operatoria de la compañía muestra una adecuada supervisión sobre sus operaciones, sustentada en controles por oposición de sectores en diferentes instancias de los procesos, una relativamente alta automatización de los mismos. Todas las áreas de negocios prevén ciclos de auditorías internas durante el año, con una frecuencia mínima de dos veces por año y una mayor frecuencia para

aquellas áreas de mayor sensibilidad. Las observaciones por parte de auditorías internas y externas muestran que los riesgos a los cuales la compañía se encuentra expuesta están controlados.

El área de Seguridad Informática organizadas en tres áreas: i) de gestión de perfiles y de seguridad de la infraestructura tecnológica, ii) de seguridad de la red y de la infraestructura, y iii) de regulación y cumplimiento en la materia. La organización realiza en forma anual test de penetración externos e internos a los fines de observar las potenciales vulnerabilidades de los sistemas con los que opera. FIX considera que Puente cuenta con una plataforma tecnológica adecuada para las operaciones que realiza, y con planes de contingencia en caso de siniestros y de continuidad de negocios que permiten evaluar como de satisfactoria la seguridad de su operatoria.

## Fuentes de Fondos y Capital

### Fondeo y Liquidez

Por su operatoria, el pasivo de Puente se compone fundamentalmente por deudas comerciales integradas por las cuentas de comitentes en moneda local (\$310,5 millones) y en dólares (\$363 millones), y en menor medida, emisiones de deuda de corto plazo (\$163,7 millones) y deuda financiera (\$2,3 millones). Mayormente la deuda es de corto plazo.

Dado el corto plazo de la operatoria de la compañía, resulta importante la gestión de la liquidez de su balance. Como se mencionó previamente, el ALCO fija los parámetros para la administración de la liquidez dentro de los cuales debe gestionar la tesorería. Para el monitoreo de la liquidez la compañía define tres indicadores: de liquidez ácida (indicador de cobertura de egresos para un plazo de 10 días), de liquidez para el mercado de futuros, y de liquidez de gestión (cobertura de flujo de egresos para un plazo de 60 días). El área de riesgos estructurales es la responsable del cumplimiento de los límites establecidos por la política y la generación de alertas a las áreas y el Directorio en caso de incumplimiento de los niveles mínimo de apetito de riesgo.

A dic'17 la posición de liquidez de la entidad era holgada, las disponibilidades cubrían el 52,6% de los pasivos corrientes, y el activo corriente representaba 1.17 veces el pasivo corriente.

### Capital

La compañía ha desarrollado una política de gestión del capital propio a los fines de optimizar la estructura de capital (mix entre deuda financiera y capital propio, no contempla deudas comerciales), para lo cual desarrolló una función de costo en función del costo de endeudarse y el costo de oportunidad del capital. En este sentido, de acuerdo con lo estimado por la entidad la estructura óptima de endeudamiento debería orientarse operar con un acotado apalancamiento (50% de deuda y 50% de capital propio). Además, la entidad mantiene como política para distribuir dividendos un mínimo del 25% y máximo del 80% de los resultados del ejercicio, siempre que el patrimonio de la compañía supere los U\$S 10 millones.

Teniendo en cuenta lo mencionado previamente, y a los fines de optimizar la posición de capital de los accionistas, la entidad realizó distribuciones de dividendos durante 2016 (\$324,5 millones) y 2017 (\$260,9 millones) que se han reflejado en una menor capitalización de la compañía (el capital tangible representaba el 15,8% del total de activos tangibles a dic'17 vs 29,1% a dic'16). No obstante, su apalancamiento financiero aún es acotado y su posición de capital regulatorio se conserva holgada.

## Anexo I

### Puente Hnos. S.A.

#### Estado de Situación Patrimonial

	31 dic 2017		31 dic 2016		31 dic 2015		31 dic 2014	
	Anual ARS mill Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos
<b>Activos</b>								
1. Disponibilidades	919,8	44,11	357,8	26,79	522,1	24,19	156,2	23,21
2. Disponibilidades e inversiones segregadas (en garantía)	86,5	4,15	18,5	1,39	61,7	2,86	1,9	0,28
3. Cuentas por Cobrar	687,2	32,96	450,3	33,71	942,9	43,68	369,3	54,87
4. Inversiones	330,4	15,85	237,6	17,79	402,0	18,62	36,3	5,39
5. Pagos por Adelantado	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Propiedades, Planta y Equipo	9,7	0,46	12,7	0,95	9,0	0,42	8,0	1,19
7. Activo por Impuestos Diferidos	3,6	0,17	2,2	0,16	n.a.	-	n.a.	-
8. Comisiones por Venta Diferida	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Intangible - Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Intangibles	1,7	0,08	2,0	0,15	0,4	0,02	0,0	0,00
11. Activos en CIPs/CIVs	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Activos en VIEs	46,3	2,22	254,6	19,06	220,3	10,21	101,4	15,06
13. Otros Activos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
<b>14. Total de Activos</b>	<b>2.085,3</b>	<b>100,00</b>	<b>1.335,7</b>	<b>100,00</b>	<b>2.158,4</b>	<b>100,00</b>	<b>673,0</b>	<b>100,00</b>
<b>Pasivos y Patrimonio Neto</b>								
<b>Pasivos Onerosos</b>								
1. Deuda Garantizada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Deuda no Garantizada	166,2	7,97	229,4	17,18	340,0	15,75	86,9	12,91
3. Instrumentos Híbridos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
<b>4. Total de Deuda</b>	<b>166,2</b>	<b>7,97</b>	<b>229,4</b>	<b>17,18</b>	<b>340,0</b>	<b>15,75</b>	<b>86,9</b>	<b>12,91</b>
<b>Pasivos No Onerosos</b>								
1. Cuentas por Pagar	1.462,6	70,14	580,3	43,44	1.130,3	52,37	376,3	55,90
2. Ordenes de Pago	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Pasivos por Impuestos Diferidos	1,2	0,06	1,4	0,11	2,1	0,10	7,3	1,08
4. Deudas Sociales y por Pensiones	109,8	5,26	115,5	8,64	85,3	3,95	34,3	5,09
5. Pasivos por CIPs/CIVs	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Pasivos por VIEs	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Pasivos	14,2	0,68	18,9	1,41	100,9	4,68	14,3	2,12
<b>8. Total de Pasivos</b>	<b>1.754,0</b>	<b>84,11</b>	<b>945,5</b>	<b>70,79</b>	<b>1.658,6</b>	<b>76,84</b>	<b>519,0</b>	<b>77,11</b>
1. Participaciones minoritarias	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
<b>2. Total del Patrimonio Neto</b>	<b>331,3</b>	<b>15,89</b>	<b>390,2</b>	<b>29,21</b>	<b>499,8</b>	<b>23,16</b>	<b>154,1</b>	<b>22,89</b>
<b>3. Total de Pasivos y Patrimonio Neto</b>	<b>2.085,3</b>	<b>100,00</b>	<b>1.335,7</b>	<b>100,00</b>	<b>2.158,4</b>	<b>100,00</b>	<b>673,0</b>	<b>100,00</b>

## Información Adicional

### A. Información Complementaria

1. Total del Patrimonio	331,3	15,89	390,2	29,21	499,8	23,16	154,1	22,89
2. Activos Netos de VIEs/CIPs/CIVs	2.039,1	97,78	1.081,1	80,94	1.938,1	89,79	571,7	84,94
3. Deuda Neta	(840,1)	(40,29)	(146,9)	(11,00)	(243,9)	(11,30)	(71,2)	(10,58)
4. Ingresos Operativos Ajustados	666,2	31,95	883,1	66,11	657,6	30,47	181,2	26,92
5. Resultado Operativo Ajustado	76,6	3,67	293,4	21,97	346,4	16,05	22,7	3,38
6. Resultado Neto Ajustado	157,0	7,53	195,6	14,65	329,5	15,27	80,3	11,93
7. Resultado Neto Ajustado Prom. Móvil	157,0	7,53	195,6	14,65	329,5	15,27	80,3	11,93
8. Llave de Negocio y Otros Activos Intangibles	1,7	0,08	2,0	0,15	0,4	0,02	0,0	0,00
9. Egresos por Intereses Prom. Móvil	15,7	0,75	90,2	6,76	6,4	0,30	2,5	0,38
10. Ingresos por Comisiones y Aranceles	533,6	25,59	578,9	43,34	361,8	16,76	179,0	26,59
11. Ingresos por Comisiones y Aranceles Prom. Móvil	533,6	25,59	578,9	43,34	361,8	16,76	179,0	26,59

### B. Cálculo de EBITDA

<b>Resultado Neto</b>	<b>153,9</b>	<b>7,38</b>	<b>190,9</b>	<b>14,30</b>	<b>327,1</b>	<b>15,15</b>	<b>78,0</b>	<b>11,59</b>
+ Impuestos	43,1	2,07	69,0	5,16	104,9	4,86	10,6	1,57
+ Egresos por Intereses	15,7	0,75	90,2	6,76	6,4	0,30	2,5	0,38
+ Depreciaciones y Amortizaciones	5,7	0,27	4,8	0,36	2,6	0,12	2,2	0,33
<b>EBITDA</b>	<b>218,4</b>	<b>10,48</b>	<b>354,9</b>	<b>26,57</b>	<b>440,9</b>	<b>20,43</b>	<b>93,4</b>	<b>13,87</b>
+ Amortización de Ventas Diferidas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
+ Stock-Based Compensation	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
+ Otros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>218,4</b>	<b>10,48</b>	<b>354,9</b>	<b>26,57</b>	<b>440,9</b>	<b>20,43</b>	<b>93,4</b>	<b>13,87</b>
<b>EBITDA Ajustado Prom. Móvil</b>	<b>218,4</b>	<b>10,48</b>	<b>354,9</b>	<b>26,57</b>	<b>440,9</b>	<b>20,43</b>	<b>93,4</b>	<b>13,87</b>



## Puente Hnos. S.A. Estado de Resultados

	31 dic 2017		31 dic 2016		31 dic 2015		31 dic 2014	
	Anual ARS mill Original	Como % de Total Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Total Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Total Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Total Activos
1. Ingresos por asesoramiento	188,6	9,04	234,9	17,59	138,2	6,40	46,4	6,90
2. Ingresos por desempeño	207,1	9,93	241,3	18,07	175,1	8,11	122,5	18,21
3. Otras comisiones	137,9	6,61	102,6	7,68	48,4	2,24	10,0	1,48
4. Otros ingresos	127,0	6,09	299,5	22,42	293,2	13,59	n.a.	-
<b>5. Ingresos Operativos</b>	<b>660,5</b>	<b>31,68</b>	<b>878,3</b>	<b>65,76</b>	<b>655,0</b>	<b>30,35</b>	<b>179,0</b>	<b>26,59</b>
6. Gastos de salarios y compensaciones	350,8	16,82	310,1	23,21	173,9	8,06	80,0	11,89
7. Otros gastos administrativos	233,1	11,18	274,9	20,58	134,8	6,24	76,2	11,33
8. Amortización de activos intangibles	5,7	0,27	4,8	0,36	2,6	0,12	2,2	0,33
9. Amortización de ventas diferidas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros gastos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
<b>11. Gastos Operativos</b>	<b>589,6</b>	<b>28,28</b>	<b>589,7</b>	<b>44,15</b>	<b>311,2</b>	<b>14,42</b>	<b>158,5</b>	<b>23,55</b>
<b>12. Resultado Operativo</b>	<b>70,9</b>	<b>3,40</b>	<b>288,7</b>	<b>21,61</b>	<b>343,8</b>	<b>15,93</b>	<b>20,5</b>	<b>3,04</b>
13. Resultado de inversiones y diferencia de cambio	64,1	3,07	66,3	4,96	101,7	4,71	70,7	10,50
14. Egresos por intereses	15,7	0,75	90,2	6,76	6,4	0,30	2,5	0,38
15. Dividendos e ingresos por intereses	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
16. Ingresos/Egresos de VIEs/CIPs/CIVs	2,6	0,13	0,1	0,00	0,1	0,01	0,0	0,00
17. Otros	75,1	3,60	-4,9	-0,36	-7,3	-0,34	0,0	0,00
<b>18. Ingresos y Egresos No Operativos</b>	<b>126,1</b>	<b>6,05</b>	<b>(28,7)</b>	<b>(2,15)</b>	<b>88,2</b>	<b>4,08</b>	<b>68,1</b>	<b>10,12</b>
<b>19. Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>197,0</b>	<b>9,45</b>	<b>259,9</b>	<b>19,46</b>	<b>431,9</b>	<b>20,01</b>	<b>88,6</b>	<b>13,17</b>
20. Impuesto a las Ganancias	43,1	2,07	69,0	5,16	104,9	4,86	10,6	1,57
21. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
<b>22. Resultado Neto</b>	<b>153,9</b>	<b>7,38</b>	<b>190,9</b>	<b>14,30</b>	<b>327,1</b>	<b>15,15</b>	<b>78,0</b>	<b>11,59</b>
23. Non-Controlling Interests	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
<b>24. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR</b>	<b>153,9</b>	<b>7,38</b>	<b>190,9</b>	<b>14,30</b>	<b>327,1</b>	<b>15,15</b>	<b>78,0</b>	<b>11,59</b>

## Ratios

	31 dic 2017	31 dic 2016	31 dic 2015	31 dic 2014
	Anual	Anual	Anual	Anual
<b>A. Ratios de Rentabilidad</b>				
Eficiencia Operativa	88,40	66,59	47,12	87,31
Ratio de Compensación Total	72,77	62,24	41,18	62,59
Margen Operativo	10,73	32,86	52,48	11,45
Margen Operativo Ajustado	11,50	33,23	52,67	12,54
Margen de EBITDA Ajustado	33,07	40,41	67,31	52,18
Margen de Rentabilidad antes de Impuestos	24,56	27,66	57,63	35,50
ROE (Ajustado)	43,51	43,96	100,79	71,85
ROE	42,65	42,91	100,03	69,86
ROA	9,00	10,93	23,10	18,05
Ingresos por Comisiones (Acum. Móvil) / AUM Prom. (bps)	1,47	2,27	2,37	2,28
Resultado Neto (Acum. Móvil) / AUM Prom. (bps)	0,43	0,77	2,16	1,02
<b>B. Apalancamiento y Capital</b>				
Deuda Bruta / EBITDA Ajustado Acum. Móvil (veces)	0,76	0,65	0,77	0,93
Deuda Neta / EBITDA Ajustado Acum. Móvil (veces)	(3,85)	(41,38)	(55,31)	(76,24)
Deuda Bruta / Patrimonio (veces)	0,50	0,59	0,68	0,56
Deuda Bruta / Patrimonio Tangible (veces)	0,50	0,59	0,68	0,56
Patrimonio / Activos (%)	15,89	29,21	23,16	22,89
Patrimonio Tangible / Activos Tangibles (%)	15,82	29,10	23,14	22,89
<b>C. Liquidity and Cash Flow</b>				
EBITDA Ajustado Acum. Móvil / Egresos por Intereses Acum. Móvil (veces)	13,91	3,93	69,08	36,95
Servicios de Deuda (veces)	0,16	42,25	6.907,58	3.695,06
Fixed Charge Coverage (veces)	0,16	43,16	3.365,90	3.695,06
Covertura de Deuda con Activos Líquidos (veces)	8,04	267,57	289,98	223,66
Activos Líquidos / Activos Totales (%)	48,26	28,17	27,05	23,49
Ratio de Fondo de Corto Plazo (%)	99,88	99,66	#DIV/0!	#DIV/0!
Combined Payout Ratio (%)	166,27	165,84	n.a.	n.a.
Free Cash Flow Payout Ratio (%)	46,44	(197,45)	n.a.	n.a.
<b>D. Asset Performance Ratios</b>				
Tasa de Crecimiento de los AUM	49,34	37,22	115,85	100,92
Revenue Yield	2,00	3,71	4,96	3,18
EBITDA / AUM Promedio	0,60	1,39	2,89	1,19

## Anexo II

### DICTAMEN

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el 23 de mayo de 2018 **confirmó\*** las siguientes calificaciones de Puente Hnos. S.A.:

- Endeudamiento de Largo Plazo: **A(arg) RWN.**

- Endeudamiento de Corto Plazo: **A1(arg) RWN.**

Además, el Consejo **asignó** la siguiente calificación de Puente Hnos. S.A.

- Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo Clase 13 por un valor nominal de U\$S10 millones (ampliable hasta un máximo de \$300 millones): **A1(arg) RWN.**

La calificación de Puente Hnos. S.A. se fundamenta en su posicionamiento, la adecuada capitalización y holgada liquidez que registra la compañía. Asimismo, se ha considerado su apropiado desempeño, el cual se encuentra fuertemente relacionado al crecimiento de su base de clientes y de sus activos bajo administración.

El Rating Watch Negativo (RWN) sobre las calificaciones de Puente se deben a que el 26/12/2017 la CNV iniciara un proceso de sumario (Expte. N° 3349/2016 “Actuación Puente hermanos S.A. s/ Investigación Operatoria Organismos Públicos”). En principio no es factible establecer cuál es la resolución probable del proceso mencionado, sin embargo, existe la posibilidad que el sumario derive en un impacto negativo sobre los estados financieros de la compañía y/o la operatoria comercial con sus clientes. Debido a que el RWN incorpora la incertidumbre de las derivaciones que podría tener el evento (en este caso el proceso de sumario), FIX continuará monitoreando la evolución del sumario a fin de contar con una mayor certidumbre respecto de los efectos que el mismo pudiera causar y resolver el RWN asignado a las calificaciones del emisor.

**Categoría A(arg):** “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Los signos “+” o “-” podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

**Categoría A1(arg):** Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en los estados contables al 31.12.17, auditados por Deloitte S.C., quien expresa que los mismos presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial de Puente Hnos. S.A. y los resultados de sus operaciones, la evolución de su patrimonio neto y el flujo de efectivo y sus equivalentes, de acuerdo con las normas contables profesionales argentinas.

\* Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

### Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, la siguiente información de carácter privado

- Suplemento Preliminar de Precios de Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo Clase 13, enviado por el emisor el 25/04/2018.

Y la siguiente información pública:

- Estados contables anuales auditados (último 31.12.2017), disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2017), disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Suplemento de Precios de Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Resolución N°18 de Apertura de Sumario según Expte. N° 3349/2016 caratulado: "Actuación Puente hermanos S.A. s/ Investigación Operatoria Organismos Públicos"

## Anexo III

### Características de las emisiones

#### Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo (VCP) Clase 13 por un valor nominal de U\$S10 millones (ampliable hasta un máximo de \$300 millones)

Los Valores Representativos de Corto Plazo (VCP) serán emitidos en la forma de obligaciones negociables de corto plazo, simples, no convertibles en acciones y tendrán el carácter de obligaciones negociables en virtud de la ley de obligaciones negociables. Los VCP constituirán obligaciones directas, e incondicionales del emisor, con garantía común sobre su patrimonio y no contarán con garantía especial de la entidad ni con garantía de terceros. Las obligaciones de pago en virtud de los VCP tendrán en todo momento igual prioridad de pago que todas las demás obligaciones no garantizadas y no subordinadas, presentes y futuras de Puente.

El monto de emisión de los VCP Clase 13 será por un valor nominal de U\$S10 millones. No obstante, la entidad está autorizada a ampliar el monto total de emisión a un monto máximo por hasta \$300 millones (o su equivalente en otras monedas), estableciéndose que el monto final a ser emitido será determinado con anterioridad a la fecha de emisión y liquidación e informado mediante el aviso de resultados.

Los VCP estarán denominados en dólares estadounidenses y su integración podrá ser realizada en dólares y/o pesos, convertidos al “tipo de cambio aplicable”. Por “tipo de cambio aplicable” se entiende el tipo de cambio determinado y publicado por el Banco Central de la República Argentina mediante la Comunicación “A” 3500, al cierre de la jornada cambiaria en la fecha de cierre del período de licitación pública. El tipo de cambio aplicable será informado mediante el aviso de resultados. Las sumas de capital y servicios de intereses y demás sumas que correspondan ser abonadas bajo los VCP serán realizados en dólares estadounidenses.

Los VCP tendrán un plazo de doce (12) meses contados desde la fecha de emisión, y la amortización del capital se realizará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

Los VCP en circulación devengan intereses sobre su capital pendiente de pago desde la fecha de emisión. Los Intereses se calculan sobre la base de un año de 360 días y se devengan trimestralmente. Los VCP Clase 13 devengarán intereses a una tasa fija nominal anual que se determinará una vez finalizado el período de licitación pública.

## Anexo IV

### Glosario

---

EBITDA: ingresos antes de egresos por intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

ROAA: Retorno sobre Activo.

ROAE: Retorno sobre Patrimonio Neto.

AUM: Activos bajo Administración.

Fixed Charge Coverage: Cobertura de EBITDA sobre los vencimientos de deuda corriente, pago de intereses, alquileres y dividendos de los últimos 12 meses.

Combined Payout Ratio: porcentaje de los ingresos netos ajustados dedicados al pago de dividendos y compra de acciones propias de la entidad.

Free Cash Flow Payout Ratio: porcentaje del flujo libre de fondos destinados al pago de dividendos y compra de acciones propias de la entidad.

Revenue Yield: generación de ingresos brutos en relación de al volumen de activos bajo administración.

EBITDA Yield: EBITDA en relación de al volumen de activos bajo administración.

Rating Watch: en observación.



**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. 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 la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

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 ser riesgo 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, no de modo 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.