



Buenos Aires, 09 de Abril de 2021

AVAL AR S.G.R.

Av. Gral. Las Heras 1666 Piso 3, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA

Capacidad de hacer frente a los compromisos	Calificación
AVAL AR S.G.R.	A

Nota 1: La definición de la calificación se encuentra al final del dictamen

Fundamentos principales de la calificación:

- AVAL AR S.G.R. presenta adecuados indicadores de capitalización y rentabilidad. Desde fines del año 2019 la Sociedad decidió disminuir su riesgo vivo (RV) y no aumentar su apalancamiento, manteniendo al indicador de solvencia (RV/Fondo Disponible) por debajo de 2,5.
- Al 28 de Febrero de 2021 el Fondo de Riesgo (FDR) Integrado de AVAL AR S.G.R. alcanzó \$ 355 millones y su RV fue de \$ 576 millones. A dicha fecha, la Sociedad informó que su ratio de Contingente total (sin netear provisiones) sobre riesgo vivo disminuyó a 3%; su política de morosidad es no renovar aquellas operaciones de Socios que no paguen los intereses, e iniciar las correspondientes acciones legales. Las contragarantías representan más del 560% del RV.
- Los principales instrumentos avalados por la Sociedad son cheques de pago diferido en pesos y pagarés en dólares. La mayoría de las garantías de AVAL AR S.G.R. se otorgan a PyMEs radicadas en la Provincia de Buenos Aires y CABA, seguidas por las Provincias de Córdoba, Salta y Santa Fe. La Sociedad distribuye sus avales entre los 5 sectores económicos (cada uno representó al menos 13% del RV a Febrero 2021), si bien el sector Agropecuario presenta cierta preponderancia.
- Se considera razonable la política de administración de la Entidad.
- En el análisis de sensibilidad que incorpora el contexto actual de recesión económica producto de la pandemia de covid-19 y el posible deterioro de la cartera se observa que **el FDR de AVAL AR S.G.R. permitiría solventar los eventuales incumplimientos, quedando un aforo superior al 57%.**

Analista Responsable	Julieta Picorelli jpicorelli@evaluadora.com.ar
Consejo de Calificación	Julieta Picorelli Hernán Arguiz Murat Nakas
Manual de Calificación	Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación para Sociedades de Garantía Recíproca
Último Estado Contable	Estados Contables al 31 de Diciembre de 2020

INTRODUCCIÓN

Evaluadora Latinoamericana S.A. Agente de Calificación de Riesgo ha elaborado el MANUAL DE PROCEDIMIENTOS Y METODOLOGIA DE CALIFICACIÓN PARA SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA (SGRs), el cual también se aplica para la calificación de FONDOS DE GARANTIAS y cualquier otra entidad cuyo objeto sea similar al de una SGR.

La calificación de riesgo de una SGR tiene el objetivo de determinar la capacidad que cada Sociedad tiene para hacer frente a las garantías otorgadas, en tiempo y forma. Se analizarán los siguientes 7 conceptos; cada elemento analizado dentro de estos conceptos será calificado en una escala de 1 a 11 (representando 1 la mejor calificación y 11 la peor):

- 1) Posicionamiento de la Entidad
- 2) Capitalización y Apalancamiento
- 3) Activos e Inversiones
- 4) Composición y Calidad de las Garantías Otorgadas
- 5) Administración
- 6) Rentabilidad
- 7) Sensibilidad Frente a Escenarios Alternativos

1. POSICIONAMIENTO DE LA ENTIDAD

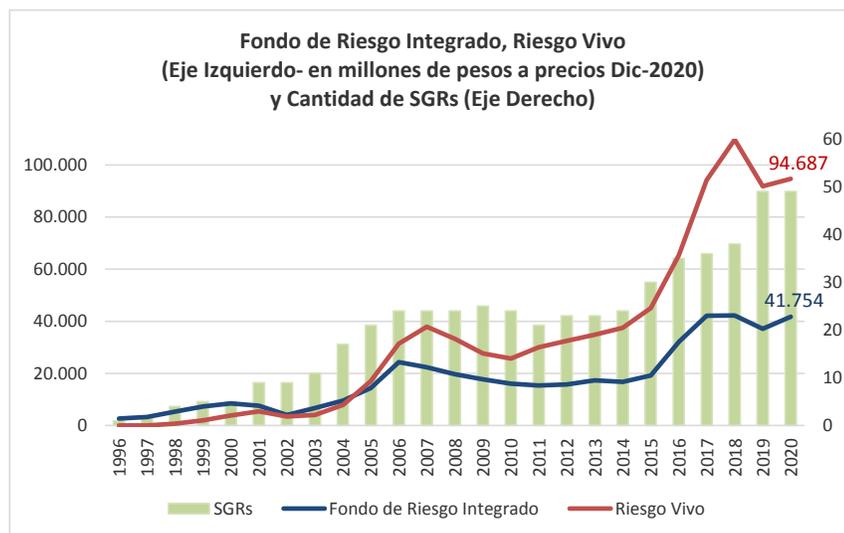
Evolución del sistema de SGRs en su conjunto

La Ley 24.467 promulgada en marzo de 1995 posibilitó el surgimiento de las SGRs con el objeto de promover el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas. Las SGRs están constituidas por Socios Partícipes/Terceros y Protectores; los Socios Partícipes son los titulares de pequeñas y medianas empresas, sean personas físicas o jurídicas, y los Socios Protectores son las personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al Capital Social y al Fondo de Riesgo de la SGR.

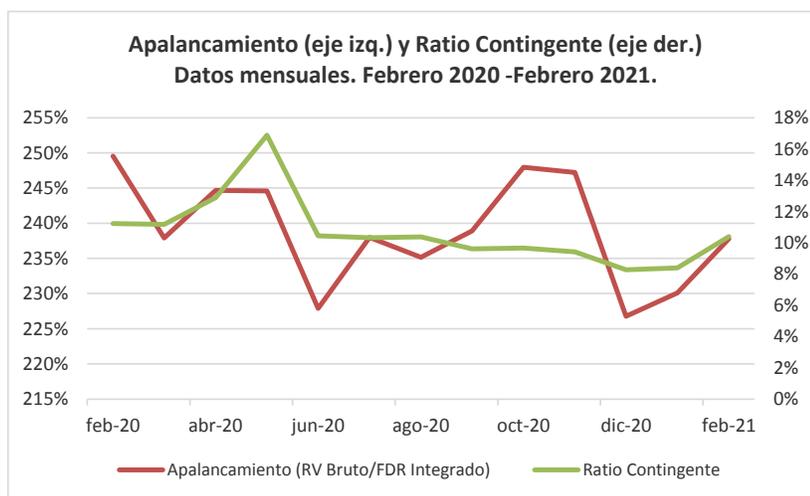
Las SGRs se rigen por las disposiciones de la Ley N° 24.467 y sus modificatorias, el Decreto 699 del 27 de Julio de 2018, la Res. N° 220 de fecha 12 de Abril de 2019, y la Resolución N° 455 del 26 de Julio de 2018 y todas sus modificatorias, de la SECRETARÍA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA Y LOS EMPRENDEDORES del Ministerio de Desarrollo Productivo (la "Autoridad de Aplicación"), y demás normativas que a tales efectos se dicten.

En el gráfico a continuación se observa el crecimiento anual del Sistema de SGRs desde el año 1996, según datos informados por la Autoridad de Aplicación, medidos en valores reales a precios de Diciembre 2020. En el gráfico se observan dos períodos marcados de crecimiento, tanto en términos de Fondo de Riesgo (FDR)

como de Riesgo Vivo (RV), entre los años 2004-2007 y entre 2016-2018. En términos reales, el sistema experimentó una baja en 2019, si bien al cierre del año 2020 volvió a crecer (tanto en RV como FDR) en comparación con Diciembre de 2019. Con respecto a la cantidad de SGRs, en 2019 se habían incorporado 11 nuevas al Sistema, mientras que en 2020 no se autorizó a funcionar a ninguna nueva, alcanzando al 31 de Diciembre de 2020 un total de 45 Sociedades de Garantía Recíproca junto con 4 Fondos de Afectación Específica.



Según última información del Sistema al 28 de Febrero de 2021, el RV bruto total fue \$ 99.331 millones y el FDR Integrado fue \$ 41.774 millones, con una relación de apalancamiento (RV bruto/ FDR Integrado) de 238%. El indicador de Contingente/ FDR Integrado para el total de SGRs bajó en Mayo 2020 -por disminución de contingente y aumento del FDR- y desde Junio 2020 está entre 8,0% y 10,5%:



El gráfico anterior presenta la evolución mensual para el último año disponible del apalancamiento (definido como el cociente entre el riesgo vivo bruto sobre el FDR integrado al cierre del mes) y del ratio del Contingente para el total del sistema, según informes mensuales presentados por la Autoridad de Aplicación¹.

Parte del dinamismo de las SGRs se viene reflejando en los últimos años a través de la participación de las PyMEs en el mercado de capitales, mediante la negociación de Cheques de Pago Diferido (CPD) y Pagarés avalados y emisiones PyME de Obligaciones Negociables y Valores de Corto Plazo. En el **Anexo I** de este informe se presentan datos relacionados al mercado de capitales en su conjunto, a las emisiones asociadas a PyMES y a la negociación de CPD donde participan activamente las SGRs mediante la emisión de avales.

Perfil de la entidad y posicionamiento dentro del sistema

Aval Ar S.G.R. fue autorizada para funcionar el 29 de Octubre de 2015 y comenzó a otorgar garantías a principios del año 2016. Al 31 de Diciembre de 2016 el Fondo de Riesgo de la Sociedad ya había alcanzado los \$ 100 millones, el máximo autorizado a dicha fecha. Actualmente, en función de la Resolución 383/2019 del 30 de Agosto de 2019 y su actualización automática, la Sociedad cuenta con un máximo autorizado de \$ 544,4 millones.

Con fecha 1° de Septiembre de 2017 el Banco Central de la República Argentina (BCRA) le otorgó a la Sociedad la inscripción en el Registro de sociedades de Garantía Recíproca (artículo 80 de la Ley N° 24.467) para que sus avales sean considerados como Garantía Preferida A.

Aval Ar S.G.R. ofrece a sus Socios Partícipes garantías financieras monetizadas a través del Mercado de Capitales y de Bancos. Las operaciones de Aval Ar S.G.R. se encuentran actualmente concentradas en Pymes ubicadas en CABA y Provincias de Buenos Aires, si bien también asiste a Pymes de Córdoba, Santa Fe, Corrientes, Jujuy, La Pampa, Salta, Santa Cruz, Santiago del Estero y Tucuman.

Según Informes del Instituto Argentino de Mercados de Capitales y del Mercado Argentino de Valores (MAV), durante el año 2017 Aval Ar S.G.R. representó el 1,4% de la negociación total de cheques de pago diferido (CPD) avalados, y durante 2018 otorgó avales por \$ 645 millones, el 1,6% de la negociación total de CPD y pagarés del segmento avalado. En el año 2019 la Sociedad negoció \$

¹ El ratio de contingente se define como el Contingente sobre el Fondo Total Computable o Integrado para el total de SGRs. A su vez, el monto del Contingente se calculó como el Fondo Computable menos el Fondo Disponible. Todos los datos se obtuvieron de los informes mensuales publicados por la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y de los Emprendedores.

1.016 millones en CPD y pagarés avalados, representando 1,3% del total negociado en el MAV, y en el acumulado del año 2020 AVAL AR S.G.R. negoció \$ 778 millones, el 0,7% del total negociado. En el primer bimestre del año 2021 la Sociedad negoció \$ 202 millones, representando 1,0% de la negociación del MAV.

Según informó la Sociedad, al 28 de Febrero de 2021 el riesgo vivo alcanzó \$ 575,8 millones, compuesto de la siguiente manera: un 57,5% correspondió a garantías sobre CPD, un 35,4% a pagarés (en dólares y en pesos), un 6,9% correspondió a avales bancarios, y el 0,2% restante a Obligaciones Negociables garantizadas.

2. CAPITALIZACIÓN Y APALANCAMIENTO

Las SGRs deben cumplir con las “*Normas Generales del Sistema de Sociedades de Garantías Recíprocas*” establecidas en el Anexo de la Resolución 455/2018 y sus modificatorias; algunos de los artículos de dicho Anexo han sido objeto de modificaciones posteriores a través de resoluciones tales como la 160/2018, 256/2019 y 383/2019.

Con respecto al Fondo de Riesgo (FDR), de acuerdo a la Res. 383/2019 del 30 de Agosto de 2019 todas las SGRs cuentan con un Fondo de Riesgo máximo autorizado inicial de \$ 400 millones y, cumplidos 24 meses desde el otorgamiento de la autorización para funcionar, ninguna SGR puede tener un Fondo de Riesgo Total Computable inferior a \$ 80 millones. Asimismo, dicha resolución estableció una actualización automática anual a partir del 1° de Enero de 2021 de acuerdo con el índice de precios al consumidor que publica el INDEC. Producto de esta actualización automática, el FDR máximo inicial para todas las SGRs pasó de \$ 400 millones a un monto actual de \$ 544,4 millones.

Por otro lado, las Normas Generales establecen la siguiente relación de solvencia: el cociente entre el Saldo Neto de Garantías Vigentes y el Fondo de Riesgo Disponible de una SGR no puede superar el valor de 4 (cuatro).

Cabe aclarar que el Fondo de Riesgo (FDR) Computable o Integrado se refiere a la suma del FDR Disponible y el FDR Contingente de la Sociedad.

A continuación, se presentan los siguientes indicadores para los tres últimos estados contables anuales: 1. Solvencia, calculado como riesgo vivo (RV) sobre FdR Disponible; 2. Capitalización, producto del FdR Integrado sobre el RV; y 3. Calidad del capital, calculado como FdR Contingente sobre FdR Integrado.

	Dic. 2020	Dic. 2019	Dic. 2018
1. Riesgo vivo / FdR Disponible	1,3	2,3	1,9
2. FdR Integrado / Riesgo vivo	81,2%	48,4%	53,9%
3. FdR Contingente / FdR Integrado	6,6%	9,0%	3,8%

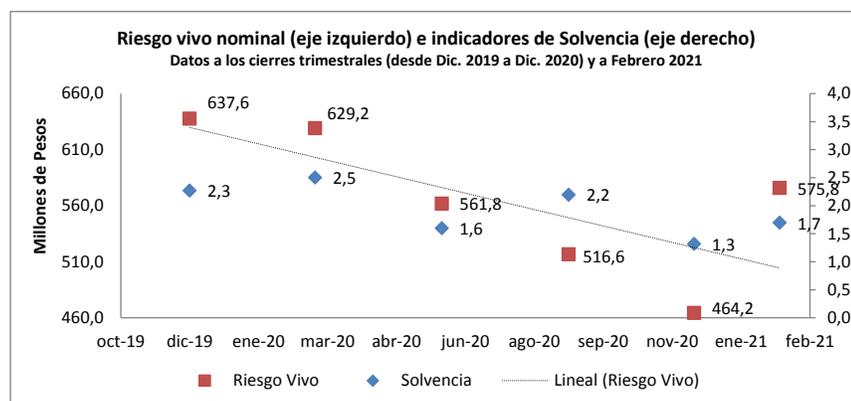
Al cierre del ejercicio 2019 la relación de Solvencia fue de 2,3, producto de un riesgo vivo (RV) de \$ 638 millones y un FdR Disponible de \$ 281 millones.

Durante el ejercicio 2020 la Sociedad recibió nuevos aportes netos por más de 70 millones, aumentando su Fondo de Riesgo Disponible a \$ 352 millones al 31 de Diciembre de 2020. A dicha fecha, el riesgo vivo disminuyó a \$ 464 millones por lo cual el indicador de Solvencia se ubicó en 1,3, y el Fondo Contingente fue de \$ 25 millones, un 6,6% del Fondo Integrado.

Según última información provista por la Sociedad, al 28 de Febrero de 2021 Aval Ar S.G.R. contaba con un Fondo de Riesgo Integrado de \$ 355 millones, resultado de un FDR Disponible en \$ 340 millones y un Contingente (sin netear el fondo provisionado) de \$ 15 millones. Asimismo, su indicador de solvencia se ubicó en 1,7, producto de un RV en \$ 576 millones y el Fondo Disponible nominal de \$ 340 millones. La Sociedad informó que al 28 de Febrero de 2021 su Fondo disponible alcanzó una valuación de \$ 387 millones.

Con relación al Contingente, AVAL AR S.G.R. informó que tiene como política de morosidad no renovar aquellas operaciones de Socios Participes que no paguen los intereses, e iniciar las correspondientes acciones legales; de esta manera, comienza con la gestión de cobro lo antes posible. Asimismo, el aumento nominal del contingente durante el año 2020 se asoció a la variación del tipo de cambio para aquellos avales caídos en dólares.

Por otro lado, la Sociedad señala también que desde hace varios meses se encuentra disminuyendo el riesgo vivo para mantener un bajo apalancamiento.



En el gráfico anterior se presentan los montos (en millones de pesos) de riesgo vivo de la Sociedad para los cierres trimestrales de Diciembre 2019, Marzo 2020, Junio 2020, Septiembre 2020 y Diciembre 2020, y se incluyen los últimos datos al 28 de Febrero de 2021, agregando una línea de tendencia que muestra la disminución del RV. Asimismo, para cada uno de esos cierres se señala el indicador de solvencia (RV/ FDR Disponible), el cual se mantuvo para todo el período entre 1,3 y 2,5.

Desde el comienzo de la Sociedad, sus Socios Protectores han demostrado capacidad para realizar aportes. Durante el ejercicio 2016 el Fondo de Riesgo de la Sociedad alcanzó el máximo autorizado a dicha fecha de \$ 100 millones y durante el ejercicio 2017 el Fondo de Riesgo mantuvo el mismo máximo autorizado, totalmente integrado. La Resolución 455/2018 otorgó a la Sociedad la facultad para ampliar su Fondo hasta \$ 200 millones y, con fecha 4 de Diciembre de 2018, Aval Ar S.G.R. recibió autorización para ampliarlo en hasta \$ 400 millones (máximo luego establecido para todas las SGRs por Res. 383/2019, que se actualizó automáticamente a los \$ 544,4 millones actuales). Según los estados contables anuales, durante el ejercicio 2019 el FDR de Aval AR S.G.R. recibió nuevos aportes netos por más de \$ 108 millones, y durante el año 2020 los aportes netos al FDR (aportes menos retiros) de los Socios Protectores ascendieron a \$ 71 millones.

3. ACTIVOS E INVERSIONES

Según últimos estados contables presentados, al 31 de Diciembre de 2020 las disponibilidades e inversiones financieras representaron el 87% de los activos. El porcentaje de créditos en el activo viene creciendo al cierre de los últimos años, debido principalmente a los deudores por garantías afrontadas, y la mencionada política de morosidad de la Sociedad:

	Dic. 2020	Dic. 2019	Dic. 2018
Disponibilidades / Activos	7,9%	2,5%	0,3%
Inversiones / Activos	79,2%	87,1%	92,5%
Créditos / Activos	12,7%	10,1%	6,7%
Bienes de Uso / Activos	0,2%	0,3%	0,4%
Activos Intangibles / Activos	0,0%	0,0%	0,1%

Según última información provista por la Sociedad, al 28 de Febrero de 2021 las inversiones del Fondo de Riesgo alcanzaron una valuación de \$ 387 millones y se colocaron principalmente en Títulos Públicos Nacionales (31% de la cartera), seguidas por Fondos Comunes de Inversión (20%), Obligaciones Negociables (14%), Cauciones (13%) y saldos en cuenta en pesos y en dólares (11%), entre otros instrumentos:

Inversiones Fondo de Riesgo	28/02/2021	
Títulos Públicos Nacionales	121.343.442	31,33%
Títulos Públicos Provinciales	15.444.427	3,99%
Fondos Comunes de Inversión	78.985.768	20,40%
Obligaciones Negociables	55.331.283	14,29%
Cauciones	48.947.356	12,64%
Saldos en cuentas comitentes y bancos	41.589.090	10,74%
Acciones	15.938.517	4,12%
Activos PyMES (CPD, pagares, ON garant.)	8.811.950	2,28%
Otros (certif. depósito, contratos futuro)	883.561	0,23%
Total inversiones (\$)	387.275.395	100,00%

Respecto al descalce de monedas, cabe mencionar que la Sociedad otorga garantías en pesos y en dólares (particularmente relacionadas al sector agropecuario), y una parte de las inversiones del Fondo de Riesgo se encuentran en instrumentos en dólares. Al 28 de Febrero de 2021 la Sociedad informó que su RV en dólares representó el 31% del riesgo vivo total, y que más del 50% del FDR estaba en instrumentos en dólares.

4. COMPOSICION Y CALIDAD DE LAS GARANTÍAS OTORGADAS

Aval Ar S.G.R. posee un procedimiento para el otorgamiento de las Garantías a sus Socios Partícipes, a cargo del Área de Riesgo, en el marco de las políticas establecidas por la Asamblea de Socios y el Consejo de Administración.

El Área de Riesgo tiene a su cargo la evaluación del riesgo crediticio y la verificación de la documentación de respaldo. La documentación que se solicita tanto a personas físicas como jurídicas es principalmente contable (certificación de ingresos/balances, detalles de ingresos y deudas bancarias y financieras, manifestaciones de bienes, etc.). Asimismo, a las personas jurídicas se solicita la documentación legal correspondiente a la sociedad y en todos los casos se le pide que firmen una declaración jurada con relación a los datos suministrados, entre otra información.

La normativa vigente limita la exposición de riesgo por el otorgamiento de garantías al 5% del Fondo de Riesgo para un mismo Socio Partícipe y/o Tercero (incluyendo a las empresas controladas, vinculadas y/o integrantes del grupo) ².

² La Res.440/2019 autorizó transitoriamente a las SGRs a renovar y computar en el Grado de Utilización de FdR aquellas operaciones otorgadas en dólares estadounidenses hasta el día 9 de Agosto de 2019 que, debido a la abrupta variación del tipo de cambio, hayan quedado excedidas del 5% del límite operativo individual.

A continuación, se presentan los cuadros de riesgo vivo por sectores y provincias al 28 de Febrero de 2021:

Sector	Riesgo Vivo	Porcentaje
Agropecuario	\$ 177.733.780	30,9%
Comercio	\$ 106.328.723	18,5%
Construcción	\$ 100.660.072	17,5%
Industria y Minería	\$ 76.740.746	13,3%
Servicios	\$ 114.310.065	19,9%
Total	\$ 575.773.386	100,0%

Provincia	Riesgo Vivo	Porcentaje
BUENOS AIRES	\$ 209.883.053	36,5%
CABA	\$ 154.020.779	26,8%
CORDOBA	\$ 69.291.805	12,0%
CORRIENTES	\$ 4.900.000	0,9%
ENTRE RIOS	\$ 1.815.994	0,3%
JUJUY	\$ 24.155.523	4,2%
LA PAMPA	\$ 7.550.681	1,3%
SALTA	\$ 52.397.043	9,1%
SANTA CRUZ	\$ 17.000.000	3,0%
SANTA FE	\$ 25.965.338	4,5%
SANTIAGO DEL ESTERO	\$ 5.403.593	0,9%
TUCUMAN	\$ 3.389.579	0,6%
Total	\$ 575.773.386	100,0%

Según información provista por la Sociedad al 28 de Febrero de 2021 las garantías otorgadas por la Sociedad se diversificaron entre todos los sectores económicos, representando cada uno de ellos al menos 13% del riesgo vivo – con cierta preponderancia del sector agropecuario (31%)-, y geográficamente se concentraron en PyMES radicadas en CABA (27%) y la Provincia de Buenos Aires (37%), seguidas por las Provincias de Córdoba (12%), Salta (9%) y Santa Fe (5%).

Al cierre del primer ejercicio completo de la Sociedad, 31 de Diciembre de 2016, el Fondo contingente era inexistente. Al 31 de Diciembre de 2017 Aval Ar presentó un Contingente de \$ 1,8 millones y al 31 de Diciembre de 2018 el mismo ascendió -luego de la previsión- a \$ 8,2 millones (el 2,1% de las garantías vigentes otorgadas a dicha fecha). Por consiguiente, al cierre del ejercicio 2018 también se observó un crecimiento del monto de deudores por garantías afrontadas, el cual pasó a representar el 3,7% del riesgo vivo.

	Dic. 2020	Dic. 2019	Dic. 2018
Fondo Contingente / Riesgo vivo	5,4%	4,3%	2,1%
Deudores por Garantías Afrontadas / RV	22,8%	8,2%	3,7%
Previsión Gtías. Afrontadas / Deudores	52,3%	43,0%	31,0%
Ratio Contragarantías	566,0%	391,5%	176,5%

Al cierre del ejercicio 2019 el contingente volvió a aumentar, ubicándose (neto de las provisiones) en \$ 27,7 millones, representando el 4,3% del riesgo vivo (RV); y el monto de deudores por garantías afrontadas ascendió a \$ 52,2 millones, el 8,2% del RV.

Al 31 de Diciembre de 2020 el Fondo Contingente (neto de provisiones) cerró en \$ 25,0 millones, el 5,4% del RV a dicha fecha, mientras que los deudores por garantías afrontadas ascendieron a \$ 105,8 millones, el 22,8% del RV. Cabe recordar que la política de morosidad de Aval Ar S.G.R. consiste en no renovar aquellas operaciones de Socios Partícipes que no paguen los intereses, e iniciar las correspondientes acciones legales. De esta manera, comienza las gestiones de cobro desde un inicio y su Contingente suele ser más alto que en otras SGRs con distintas políticas en la renovación de avales.

La Sociedad informó que al 28 de Febrero de 2021 el Contingente total (sin netear las provisiones) se ubicó en \$ 15,4 millones, disminuyendo el porcentaje sobre riesgo vivo a 2,7%.

Aval Ar S.G.R. exige a sus Socios Partícipes contragarantías de al menos 100% del aval solicitado. Las mismas consisten en una garantía usual para este tipo de operatoria (fianza, hipoteca, warrants, prenda, cesión de derechos, etc.), según lo requiera cada caso, teniendo en cuenta la calificación que se le otorgue al Socio Partícipe. Al 31 de Diciembre de 2020 las contragarantías representaron el 566% de las garantías otorgadas vigentes, y su composición fue la siguiente: 82,9% fianzas; 9,8% prendas; 7,1% hipotecas; y el 0,2% restante correspondió a otras contragarantías recibidas de socios partícipes.

5. ADMINISTRACIÓN

El Consejo de Administración de Aval Ar S.G.R. se compone del Presidente, Vicepresidente y cuatro Consejeros, dos de ellos en representación de los Socios Partícipes y dos por los Socios Protectores.

El equipo de trabajo se compone de un Gerente General y tres Responsables de las siguientes áreas: Comercial; Administración y Operaciones; y Riesgo.

Gerencia General: Coordina las tareas de las restantes áreas existentes fijando los objetivos que permitan el cumplimiento de las políticas establecidas por la Asamblea de Socios y el Consejo de Administración.

Área Comercial: Tiene a su cargo los programas de vinculación de los Socios Partícipes y Protectores, incluyendo el diseño y la adaptación de los productos y el desarrollo de las líneas de financiamiento para ser utilizadas por los Socios

Partícipes y de beneficios impositivos y renta para los Socios Protectores al formar parte del Fondo de Riesgo.

Área Administrativa y de Operaciones: Tiene a su cargo las tareas relacionadas con el cumplimiento de normas sobre socios, contables e impositivas, así como las tareas concernientes a la instrumentación de todas las operaciones que efectúen los Socios Partícipes y Protectores.

Área de Riesgo: Tiene a su cargo la evaluación del riesgo crediticio y la verificación de la documentación de respaldo.

Aval Ar S.G.R. ha elaborado un plan de negocios donde proyecta las garantías emitidas y los aportes y retiros del fondo de riesgo.

Al cierre del ejercicio 2017 Aval Ar presentó un apalancamiento medido como stock de garantías sobre Fondo de Riesgo Integrado de 2,3, coherente con la proyección que la entidad había realizado al principio del ejercicio. Entre 2017 y 2016 las garantías vigentes crecieron un 118%.

El ejercicio 2018 cerró con un riesgo vivo de \$ 401 millones, un 73% superior al valor presentado a fin del año 2017. Por su parte, y producto de las nuevas autorizaciones, el FdR también presentó crecimiento, alcanzando al 31 de Diciembre de 2018 un valor integrado superior a \$ 216 millones. El apalancamiento (medido como RV/FDR integrado) se ubicó así en 1,9.

Al 31 de Diciembre de 2019 el riesgo vivo cerró en \$ 638 millones, evidenciando un crecimiento nominal del 59% con relación al cierre del ejercicio anterior; mientras que el Fondo Integrado (disponible más contingente provisionado) se ubicó en \$ 308 millones, un 43% más que al cierre de Diciembre 2018. La Sociedad cerró el año 2019 con un apalancamiento (RV/FDR integrado) de 2,1.

La Sociedad terminó el ejercicio 2020 con un riesgo vivo en \$ 464 millones y un Fondo de Riesgo Integrado en \$ 377 millones, estableciendo así una relación entre ambos de 1,2. Tal como se mencionó en el análisis de capitalización y apalancamiento, Aval Ar S.G.R. decidió disminuir su riesgo vivo durante el año 2020, y estima mantener la relación de apalancamiento en aproximadamente 2 a 1 para el ejercicio en curso.

Auditoría externa

La auditoría es desarrollada por el Dr. José Luis Serpa, quien practica la revisión de los estados contables de acuerdo con la aplicación de los procedimientos establecidos por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas.

Sistema informativo

La entidad desarrolló su propio sistema de gestión enfocado directamente a las SGRs; el cual ya se encuentra terminado y en funcionamiento.

Operaciones y saldos con sociedades relacionadas

La Sociedad no posee saldos ni operaciones con sociedades relacionadas.

6. RENTABILIDAD

Desde el cierre al 31 de Diciembre de 2016 (el primer ejercicio completo de operatoria de la Sociedad) AVAL AR S.G.R. presenta ganancia operativa. Al cierre de los ejercicios 2017 y 2018 el resultado operativo representó entre el 0,2% y el 0,3% del patrimonio total (incluyendo Fondo de Riesgo); y dicha relación se ubicó en 0,7% al 31 de Diciembre de 2019. Al cierre del ejercicio 2020 la relación entre el resultado operativo y el PN total se ubicó en 0,1%:

	Dic. 2020	Dic. 2019	Dic. 2018
Rtado. Operativo / PN (con FDR)	0,1%	0,7%	0,2%
Rendimiento FDR / FDR	44,8%	46,9%	20,6%

Respecto al rendimiento del Fondo de Riesgo, al 31 de Diciembre de 2020 se obtuvo una relación sobre el valor final del FDR Integrado de 45%. Cabe mencionar que el indicador de Rendimiento del FDR sobre el FDR toma el rendimiento del período (del estado contable correspondiente) sobre el valor del Fondo al cierre del período, por lo cual, si sobre el final del período aumentan los aportes al Fondo, el indicador de rendimiento podrá no ser del todo representativo.

7. SENSIBILIDAD FRENTE A ESCENARIOS ALTERNATIVOS

Se ha efectuado una proyección de la capacidad de pago de la institución en el contexto actual de recesión económica producto de la pandemia de covid-19 y también considerando el posible deterioro de la cartera de las Sociedades de Garantía Recíproca debido a la tenencia de títulos públicos nacionales y otros instrumentos afectados por la crisis.

En este sentido, se estimaron dos escenarios desfavorables, con pérdidas de entre 15% y 20% del valor de las Inversiones del Fondo de Riesgo Disponible y garantías caídas sin recuperar de entre 10% y 15% del riesgo vivo informado por la Sociedad al 28 de Febrero de 2021. La caída del valor de inversiones también se calcula sobre la última información disponible, al cierre de Febrero.

En función de estos supuestos se calcula la diferencia entre el valor del Fondo Disponible con menor valor por inversiones (1-ver cuadro a continuación) menos el Riesgo Vivo caído no recuperado (3), y se estima también qué porcentaje representa este Fondo neto final en relación al Fondo Disponible inicial, para ver la cobertura de la Sociedad.

Cabe resaltar que el objetivo de esta sección es sensibilizar en escenarios muy desfavorables, por lo tanto cabe mencionar que:

- No se suponen nuevos aportes al Fondo de Riesgo para los próximos meses.
- Se supone que el rendimiento de la cartera en el período es nulo.
- Se supone una actitud totalmente pasiva de la administración de la SGR, lo cual no ha sido así en situaciones de crisis pasadas.

En los escenarios considerados el Fondo de Riesgo de AVALAR S.G.R. permitiría solventar los eventuales incumplimientos, quedando un aforo superior al 57% (fondo disponible estimado final sobre el valor de inversiones inicial), aún en el escenario más desfavorable que considera 20% de pérdida en el valor de inversiones y un 15% de garantías caídas no recuperadas sobre el valor inicial de riesgo vivo:

DATOS INICIALES		
Valor de Inversiones del Fondo Disponible al 28-02-2021	387.275.395	
Riesgo Vivo al 28-02-21	575.773.386	
ESCENARIOS DESFAVORABLES		
	Escenario a	Escenario b
Valor de Inversiones del Fondo Disponible		
Sensibilidad - porcentaje pérdida del valor de inversiones	15%	20%
(1) Fondo Disponible con pérdida valor de inversiones	329.184.086	309.820.316
Riesgo Vivo		
(2) Sensibilidad - garantías caídas por crisis (sin recupero)	10%	15%
(3) Riesgo vivo caído (% de (2) sobre el valor al 28-02-2021)	57.577.339	86.366.008
(4) Valor final del Fondo Disponible menos RV caído (1)-(3)	271.606.747	223.454.308
% Valor final del Fondo Disponible sobre Fondo Inicial	70%	58%

Asimismo, en el caso de AVALAR S.G.R. cabe destacar que, si no se supone un crecimiento del riesgo vivo (RV) y se descuentan las garantías caídas tanto del RV inicial como del Fondo Disponible con menor valor, la relación de solvencia se mantendría inferior a 4 en ambos escenarios.

CALIFICACION ASIGNADA

La calificación final surge de la suma ponderada de los puntajes obtenidos por la Sociedad en los siete conceptos analizados, de acuerdo al MANUAL DE PROCEDIMIENTOS Y METODOLOGIA DE CALIFICACION PARA SOCIEDADES DE

GARANTÍA RECÍPROCA registrado en la COMISION NACIONAL DE VALORES por Evaluadora Latinoamericana S.A. Agente de Calificación de Riesgo.

	Ponderación	Puntaje
1. POSICIONAMIENTO DE LA ENTIDAD	10%	4,50
2. CAPITALIZACION Y APALANCAMIENTO	20%	2,34
3. ACTIVOS E INVERSIONES	15%	2,30
4. COMPOSICION Y CALIDAD DE LAS GARANTIAS	15%	3,50
5. ADMINISTRACION	10%	4,00
6. RENTABILIDAD	10%	4,80
7. SENSIBILIDAD	20%	4,00
	Puntaje Final*	3,47

* La eventual diferencia entre el puntaje final y la sumatoria del producto de las ponderaciones por los puntajes parciales se debe a redondeo.

En función de los puntajes asignados y las ponderaciones respectivas se obtiene un puntaje global para la Entidad de 3.47.

La calificación de AVAL AR S.G.R. se mantiene en Categoría A.

ANEXO I – Financiamiento en el mercado de capitales

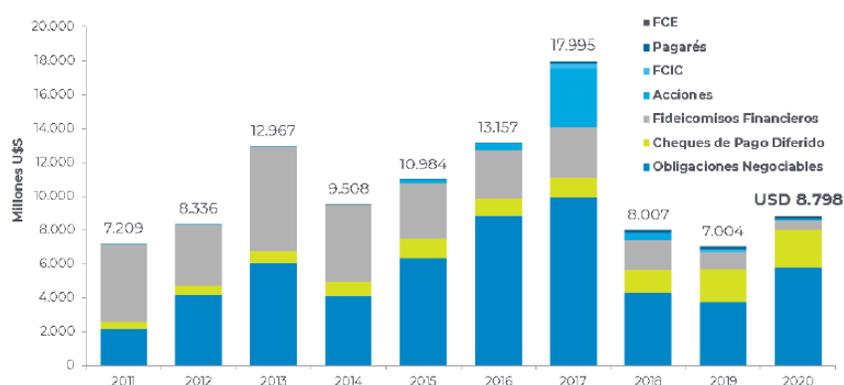
A continuación se presenta un gráfico publicado por la Comisión Nacional de Valores con el financiamiento total anual del mercado de capitales expresado en dólares estadounidenses desde 2011 a 2020. En el cuadro siguiente se presenta el financiamiento por tipo de instrumento al cierre de los años 2017, 2018, 2019 y 2020, en millones de pesos a precios de Diciembre de 2020:

FINANCIAMIENTO TOTAL POR INSTRUMENTO

Años 2011 – 2020

En millones de dólares estadounidenses

Fuente: CNV



Financiamiento total por instrumentos en el Mercado de Capitales (en millones de pesos)				
Valores en millones de pesos a precios de Diciembre 2020				
Instrumento	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Fideicomisos Financieros	149.274	94.440	59.699	40.753
Obligaciones Negociables	493.112	189.704	229.372	406.065
Acciones	181.549	16.561	3.406	7.738
Cheques de Pago Diferido	56.386	76.973	126.322	156.178
Pagars	6.848	9.792	9.111	5.583
Facturas de Crédito Electrónicas	-	-	1.151	2.130
FCl Cerrados	13.217	3.056	8.019	897
Total	900.386	390.526	437.079	619.344

Fuente: Elaboración propia en base a datos publicados por la Comisión Nacional de Valores (CNV)

En el cuadro se resaltan aquellos instrumentos que presentaron variación real positiva entre un año y otro: en 2018 los únicos que presentaron crecimiento fueron los CPD y Pagars, mientras que al cierre de 2019 los instrumentos que crecieron fueron las ON, los FCI cerrados y los CPD. Con relación a las ON cabe mencionar que si bien el monto aumentó en 2019, la cantidad de emisiones disminuyó (en el régimen de ON PyME CNV Garantizada, según informó CNV, en el año 2018 se habían realizado 70 emisiones, mientras que en 2019 fueron 36).

Al cierre del año 2020 se observó crecimiento en ON, Acciones, CPD y Facturas de Crédito Electrónicas (comparando montos acumulados a Diciembre 2020 con los del año 2019 a precios de Diciembre 2020). Con respecto a las ON, CNV informó que un 20,3% de lo emitido en el año 2020 (\$ 82.377 millones) fue participación de YPF y sus relacionadas. Por otra parte, a lo largo del año se colocaron 200 obligaciones negociables: 175 del Régimen General; 11 Régimen Simplificado PyME y **14 ON del Régimen PyME CNV Garantizada**.

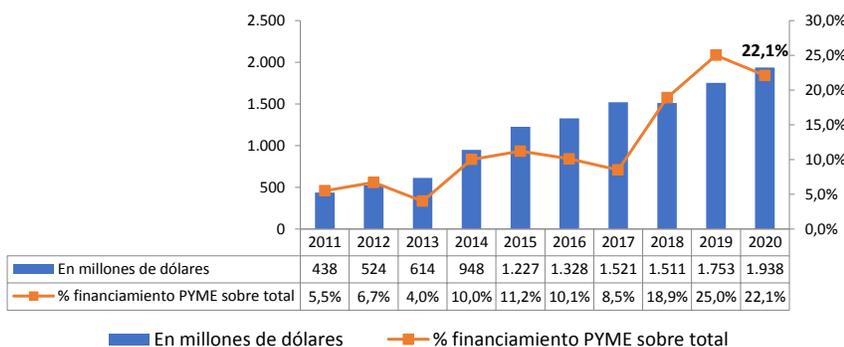
A lo largo del año 2020, el financiamiento PyME en el mercado de capitales alcanzó los \$ 135.809 millones. El siguiente gráfico presenta el financiamiento PyME acumulado en dólares y la participación del mismo como porcentaje del total del financiamiento, según información presentada por CNV, para los años desde 2011 hasta 2020:

FINANCIAMIENTO TOTAL PYME

Años 2011-2020

En millones de dólares estadounidenses

Fuente: Elaboración propia en base a CNV



El cheque de pago diferido (CPD) avalado se mantiene como el principal instrumento de financiamiento utilizado por las PyMEs, explicando el 79% del financiamiento de este segmento de empresas durante el año 2020. Según último Informe Mensual de Financiamiento en el mercado de capitales publicado por CNV, al cierre de Febrero 2021:

- El financiamiento PyME acumulado durante el primer bimestre del año 2021 alcanzó los \$ 28.792 millones (valor nominal). En el mes de Febrero el financiamiento Pyme ascendió a \$ 15.717 millones.
- El 80% del financiamiento de empresas PyMEs estuvo representado en la negociación de cheques de pago diferido, tanto en su versión avalado como garantizado (69% y 11%, respectivamente).
- Los restantes \$ 3.108 millones (20% del financiamiento total PyME) se repartieron entre: pagarés (\$ 1.827 millones), fideicomisos financieros

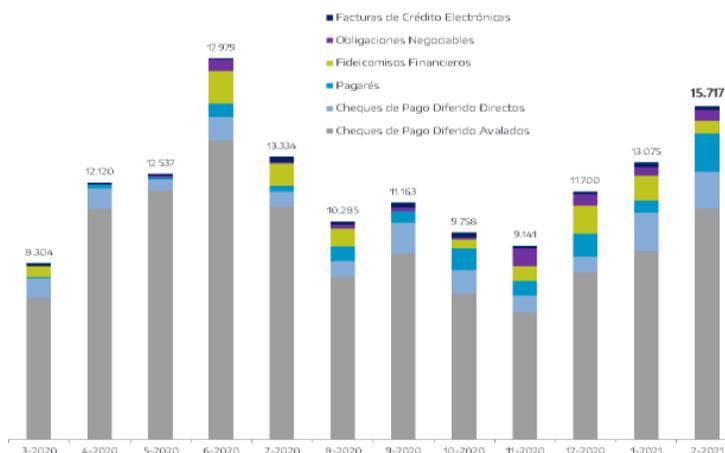
PyME (\$ 585 millones), obligaciones negociables bajo el los regímenes PyME (\$ 514 millones) y facturas de crédito electrónicas (\$ 182 millones).

- Durante el mes de febrero se registraron tres colocaciones de obligaciones negociables bajo el régimen PyMEs, mientras que no se registraron emisiones de ONs garantizadas a través de SGRs.
- El siguiente gráfico presentado por CNV informa la evolución mensual del financiamiento PYME por instrumento para los últimos 12 meses: (desde 3-2020 hasta el mes 2-2021)

Evolución de los montos colocados PyME – Total mercados

En millones de pesos

Fuente: CNV



Tal como se observa, en todos los períodos el CPD representó el principal instrumento de financiamiento PYME. Cabe mencionar que la negociación de cheques en su modalidad electrónica (ECHEQs) presentó un crecimiento considerable durante el año 2020 debido a la crisis por Covid-19 para facilitar la negociación del instrumento en el marco del aislamiento social obligatorio.

Con respecto a la negociación de CPD, ECHEQ, Pagarés y FCE en el Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV), según última publicación mensual del MAV, en Febrero de 2021 la negociación de CPD tanto físicos como electrónicos (ECHEQ), FCE y Pagarés fue de \$ 19.465 millones, un 20% más que en el mes inmediato anterior. Se negociaron 18.869 Cheques (11.214 de ellos fueron ECHEQs) por un monto total de \$ 17.409 millones; 375 Pagarés (avalados y directos, en pesos y en dólares) por \$ 1.860 millones, correspondiendo el 100% de este volumen operado a Pagarés Digitales; y el resto correspondió a FCE (145 Facturas en pesos y 27 en dólares). Debe destacarse que durante el mes bajo análisis se realizaron las primeras negociaciones de FCE nominadas en Euros.

Con respecto a los CPD, el segmento Avalado explicó el 63% de los negocios concertados en cheques, con una tasa promedio de 24%, 565 pbs. por debajo de la tasa informada en el mes anterior. A continuación, se presenta la evolución en el último año del volumen total negociado de Cheques Avalados y su tasa promedio mensual, todo según informes mensuales del MAV:

**CPD Avalados: Montos en millones de pesos y tasa promedio por mes.
Febrero 2020-Febrero 2021**



DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

A: Corresponde a las Sociedades que presentan una muy buena capacidad de pago en los términos y plazos pactados. En el más desfavorable escenario económico previsible, el riesgo de incumplimiento es bajo.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Estados Contables anuales al 31 de Diciembre de 2020, 2019, 2018 y 2017.
- Otra información relevante cuantitativa y cualitativa proporcionada por la Sociedad.
- Indicadores del Sistema de SGRs del Ministerio de Industria y de la Cámara Argentina de Sociedades y Fondos de Garantías.
- www.cnv.gov.ar | Informe Mensual sobre Financiamiento en el Mercado de Capitales publicado por la Comisión Nacional de Valores
- www.cnv.gov.ar | Informe Trimestral sobre Financiamiento PYME en el Mercado de Capitales publicado por la Comisión Nacional de Valores
- <http://www.mav-sa.com.ar> | Informes Mensuales del Mercado Argentino de Valores S.A. sobre CPD, Pagarés y Factura de Crédito Electrónica MiPyME.

Las calificaciones tienen un alcance relativo, es decir, se emiten con la información disponible suministrada o no por la Sociedad bajo calificación y con la proyección de hechos razonablemente previsibles, pero no incluye la ocurrencia de eventos imprevisibles que puedan afectar la calificación emitida.

A la fecha, el Agente de Calificación no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica - financiera de AVAL AR S.G.R. y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los acreedores actuales o futuros de la empresa. La información cuantitativa y cualitativa suministrada por AVAL AR S.G.R. se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos por la empresa, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los acreedores presentes o futuros de la empresa.