

Ciudad de Buenos Aires

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en escala nacional	AA+(arg)
Corto Plazo en escala nacional	A1+(arg)

Títulos calificados

Prog. Eurobonos a Mediano Plazo por USD 2.290 millones*	AA+(arg)
Prog. Letras Tesoro por h/ ARP 6.500 millones	A1+(arg)
Prog. Financiamiento en el Mercado Local por h/ USD 1.186 millones **	AA+(arg)
TDP Clase N°3 por USD 100 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°4 por USD 327,1 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°5 por USD 113,3 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°6 por USD 146,8 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°14 por ARP 100,0 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°15 por ARP 261,9 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°16 por ARP 948,0 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°17 por ARP 363,6 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°18 por ARP 1.705,5 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°19 por ARP 1.378,0 millones	AA+(arg)
TDP Clase N°20 por ARP 3.707,8 millones	AA+(arg)

Notas: * Programa instrumentado por la Ordenanza N° 51.270 del año 1996, y luego ampliado en sucesivas oportunidades.

** Programa creado por la Ley N° 4.315 por hasta un USD 100 millones y luego ampliado en sucesivas oportunidades.

Información Financiera

Ciudad de Buenos Aires (CBA)	31 Dic 2016p
Ingresos Operativos (\$ millones)	127.197
Deuda (\$ millones)	49.237
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	12,9
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	13,2
Deuda/ Balance Corriente (x)	3,83
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	3,9
Gto de Capital/ Gto Total (%)	16,1
Balance Presupuestario/ Ing. Totales (exc. Nva Deuda) (%)	-8,3
Balance Corriente/ Gto de Capital (%)	52,6

p - Datos Provisorios

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afilada a Fitch Ratings"

Detalle nueva emisión

Instrumento	Monto hasta	Vencimiento Final	Calificación
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase N°21	USD 530,0 millones*	23/09/2018	AA+(arg), Perspectiva Estable
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase N°22		23/03/2024	AA+(arg), Perspectiva Estable

* los títulos se emitirán en pesos en el mercado local por un monto máximo conjunto equivalente a USD 530 millones.

Nota: Las calificaciones son preliminares y no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el emisor. Estas calificaciones son provisionales y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores relevantes de la calificación

Calificación TDP: FIX asignó 'AA+(arg)' con perspectiva estable a los TDP Clase N°21 y N°22 por hasta un monto nominal de emisión en pesos conjunto al equivalente de hasta USD 530 millones bajo la Ley N° 5.541/5.725/5.727. La clase N°21 en pesos, devengará una tasa variable con vencimiento en septiembre 2018, mientras que la clase N°22 en pesos, devengará una tasa variable con un mínimo para los tres primeros servicios del 22,5% con vencimiento en marzo 2024.

Peso económico: la Ciudad de Buenos Aires (CBA) es el principal centro económico y financiero del país, en 2015 aportó el 22,5% del PBI nacional y su PBI per cápita equivale a 3x el promedio nacional.

Buen desempeño presupuestal: la CBA presenta sólidos márgenes operativos en los últimos años. Con datos provisorios de 2016, se registra una mejora del desempeño operativo en un contexto de un incremento de los ingresos operativos (+57,4% interanual), sustancialmente mayor al crecimiento de los gastos operativos (+48%). El aumento de los ingresos, se explicó principalmente por el incremento en la coparticipación de la Ciudad. Si bien el ahorro operativo presupuestado para el 2016 fue del 8,6%, la CBA finalizó el año con un indicador sensiblemente mayor (12,9%). Este indicador se encuentra por encima de lo registrado en promedio de los últimos tres años (12,4%), y se considera satisfactorio para la media de sub-nacionales de la Argentina (4,7%).

Elevada flexibilidad financiera: el 89,6% de los ingresos totales de CBA fueron recaudados y administrados localmente en el año 2015. En 2016 registró una sensible baja (77,5%), por el aumento de su participación en la coparticipación nacional, pero aun compara favorablemente con la media provincial (45,6%). No obstante, presenta una estructura de ingresos expuesta a las fluctuaciones económicas.

Adecuado nivel de endeudamiento: los indicadores de deuda sufrieron un marcado deterioro en el 2015, mostraron una mejora en 2016, y continúan siendo adecuados al compararlos con sus pares. En 2016 la deuda consolidada representó un 38,5% de los ingresos corrientes y 3x (veces) el balance corriente frente a un 38,8% y 5,3x respectivamente en el 2015. El incremento nominal del stock de deuda en 2016 respecto a 2015 (+56,6%), se explica por la emisión de títulos públicos.

Composición de la deuda: a pesar de un adecuado nivel de endeudamiento, la deuda de la CBA se concentra en moneda extranjera con alta exposición al riesgo cambiario, siendo esta variable una de las principales debilidades de la calificación. Esta exposición comenzó a ser reducida, al 2016 un 83,3% de la deuda está denominada en moneda extranjera frente al 88,32% en 2015, FIX estima que este indicador finalizará en 2017 en el 87,5%. Por otro lado, la CBA logró modificar favorablemente el perfil de vencimientos de la deuda pública, mejorando los indicadores de sustentabilidad presente y futuros.

Sensibilidad de las calificaciones

Política de endeudamiento, devaluación y capacidad de refinanciación: una política de endeudamiento agresiva con términos y condiciones poco sustentables, una aceleración de la devaluación del peso y/o un incremento del riesgo de refinanciación de la deuda podría afectar negativamente las calificaciones.

Entorno operativo: un importante deterioro del entorno económico que impacte sobre el margen operativo y su capacidad de pago podrían determinar bajas de las calificaciones.

Resumen: fortalezas y debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Fortaleza	Neutral	Fortaleza	Neutral	Neutral
Tendencia	Estable	Positiva	Positiva	Estable	Neutral

Fuente: FIX

Principales Factores de Calificación

Fortalezas:

- Elevada flexibilidad presupuestaria.
- Adecuados y sostenibles niveles de márgenes operativos.
- Adecuado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto.
- Peso económico de la CBA en la economía nacional. Economía rica y diversificada.

Debilidades:

- Composición desfavorable de la deuda en términos de moneda, aunque mejora en el último año en términos de moneda y plazo.
- Presiones inflacionarias y salariales en el gasto.
- Necesidades de infraestructura que pueden impactar en deuda adicional.

Marco institucional

Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo, en las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto fue delineando un escenario de mayor dependencia de las provincias a los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes y de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo con un reparto de recursos Nación-Provincia en desmedro de los gobiernos locales.

Las finanzas provinciales consolidadas se han visto afectadas en los últimos años, por el aumento de la presión del gasto operativo en un contexto inflacionario y la desaceleración de la economía con impacto en la dinámica de los ingresos. Las cuentas provinciales fueron aún más presionadas por el incremento de las necesidades financieras, las decisiones discrecionales y en muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local. Lo anterior se agudizó en el 2015 afectado por ser un año electoral. Se espera que el 2017 sea similar en un contexto de importantes desafíos macroeconómicos.

FIX opina que un cambio en el marco institucional entre Nación-Provincias es complejo para ser resuelto en el corto-mediano plazo; sin embargo, reconoce un cambio positivo en el entorno operativo entre el gobierno nacional y los gobiernos provinciales y municipales, que resulta en un mayor diálogo y coordinación para abordar las diferentes problemáticas estructurales con el fin

Analistas

Analista Principal

Cintia Defranceschi
 Director
 +54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fixscr.com

Analista Secundario

Diego Estrada
 Analista
 +54 11 5235-8126
diego.estrada@fixscr.com

Responsable del Sector

Mauro Chiarini
 Director Senior
 +54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fixscr.com

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación Finanzas Públicas registrada ante la Comisión Nacional de Valores

de garantizar una mejora en la sustentabilidad y en el desempeño fiscal-financiero de los gobiernos sub-soberanos.

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

Para un mayor detalle ver el comunicado de prensa: "[FIX \(afiliada de Fitch Ratings\) revisó la Perspectiva del Sector de Sub-Soberanos a Estable desde Negativa](#)" del 22 de julio de 2016 en www.fixscr.com.

Ciudad de Buenos Aires

La Ciudad tiene estatus de Estado autónomo y desde el año 1996, a través de la sanción de su propia Constitución, el distrito elige directamente por el voto popular a su Jefe de Gobierno y a los miembros del poder legislativo local.

El Poder Ejecutivo se compone por el Jefe de Gobierno y Vicejefe cuyo mandato dura cuatro años, autorizándose una única reelección inmediata. El jefe de gobierno designa a los ministros de gobierno. Por su parte, el Poder Legislativo está constituido por la Legislatura que cuenta con 60 miembros. La mitad de los miembros se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. El Vicejefe de gobierno preside la Legislatura.

A su vez, la Ciudad está subdividida en 15 comunas, las cuales están regidas por una Junta Comunal de siete miembros elegidos por los vecinos de cada comunidad y tienen como principales responsabilidades el mantenimiento de caminos secundarios, áreas verdes y organización de actividades dirigidas a mejorar la calidad de vida de la comunidad.

Con la presidencia de Mauricio Macri, se establecieron una serie de medidas que parecen modificar el panorama de la relación Nación-Ciudad. En primer lugar, el 5/1/2016, se suscribió el "Convenio de Transferencia Progresiva" por el cual la Nación comenzó con el traspaso de ciertas facultades a la Ciudad como ser la Policía Federal. El acuerdo, convertido en Ley por la Legislatura de la Ciudad, incluyó el traspaso de aproximadamente 20.000 agentes de la Policía Federal que se sumaron a los 6.300 agentes de la Policía Metropolitana y pasaron a formar una nueva fuerza, el de la Superintendencia de Seguridad Metropolitana (las 54 comisarías porteñas, infantería y montada), la Superintendencia de Bomberos y parte de las áreas de la Policía Científica y de Investigaciones, entre otras.

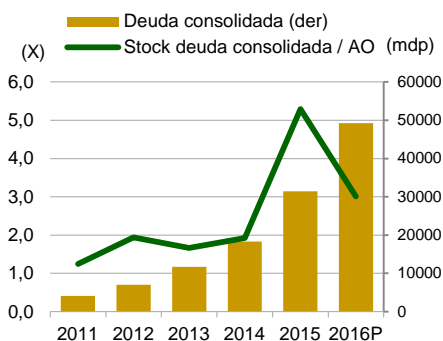
En este contexto, mediante el Decreto N° 194/2016 el Poder Ejecutivo Nacional aumentó el porcentaje de la coparticipación que recibe la Ciudad del 1,40% actual a 3,75% sobre el monto total recaudado por los gravámenes establecidos a partir del 1/1/2016. Esta medida no implica una reducción de los porcentajes que reciben el resto de las provincias argentinas, sino que se dió en el marco del artículo 8° de la Ley de Coparticipación N° 23.548 en el cual se establece que la Nación podrá entregar de la parte que le corresponde (un 42,34% de lo recaudado) un porcentaje a la Ciudad y a la Provincia de Tierra del Fuego.

Deuda y Liquidez

En 2016 la deuda consolidada se incrementó un 56,6% nominalmente respecto a diciembre de 2015. En el 2015, la deuda fue de \$ 31.432,3 millones, un 71,7% superior a la registrada al cierre 2014, continuando la tendencia creciente de los últimos años. El crecimiento de 2016 se explica por un mayor endeudamiento bajo títulos públicos y organismos internacionales de crédito. No obstante, FIX entiende que los niveles de endeudamiento relativo siguen siendo adecuados. En 2016 la deuda consolidada representó un 38,5% de los ingresos corrientes y 3x del balance

corriente (ver Gráfica 1), que compara razonablemente con el consolidado provincial (29,2% y 6,5x). FIX estima que a fin de 2017, el stock de deuda representará el 24,8% de los ingresos corrientes presupuestados y 1,5x el ahorro operativo.

Gráfica 1: Evolución de la Deuda



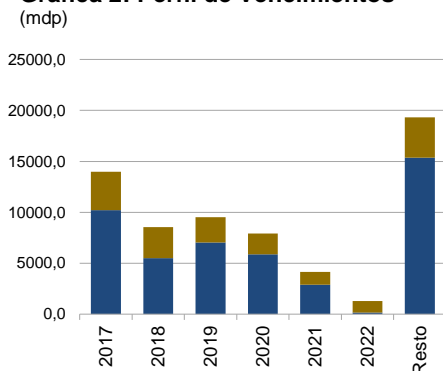
P - Datos Provisorios
 Fuente: Ciudad de Buenos Aires

La composición de deuda es desfavorable en términos de moneda, en 2016 el 83,3% se encontraba denominada en dólares estadounidenses o dólar link. Esta deuda en moneda extranjera se compone en un 88,2% por títulos públicos y en un 11,8% por préstamos con organismos internacionales de crédito. La alta proporción de obligaciones financieras contraídas en moneda extranjera, es una de las principales debilidades de la CBA, por estar altamente expuesta al riesgo cambiario y no percibir ingresos relacionados directamente con la evolución del tipo de cambio. Sin embargo, dado que los niveles de endeudamiento son bajos, este riesgo se encuentra parcialmente minimizado. Asimismo, FIX registra que esta exposición comenzó a ser reducida durante 2016 (83,3%), ya que este indicador registraba niveles del 88,3% en 2015. No obstante, FIX proyecta que a 2017, la composición en moneda extranjera sería del 87,6%, retomando al alza la tendencia.

La Ciudad cuenta con una serie de títulos públicos vigentes emitidos bajo el Programa de Eurobonos de Mediano Plazo (Bonos Tango) y el Programa de Financiamiento en el Mercado Local (PFML). Cabe mencionar que parte de los títulos emitidos en el mercado local si bien son pagaderos en la moneda nacional al tipo de cambio oficial, se encuentran denominados en dólares y expuestos a la evolución del tipo de cambio. El detalle de los títulos se expone en el Anexo C.

Adicionalmente, la CBA recibió el 24.08.2016 el préstamo de libre disponibilidad con la ANSES (Fondo de Garantía de Sustentabilidad) por un monto de pesos \$ 1.867 millones, fruto de lo establecido en el artículo 3 del “Acuerdo Nación-Provincias” celebrado entre el Estado Nacional y los gobiernos provinciales, que fuera aprobado por Ley 5603. La CBA recibió durante 2016 un 3% de la masa coparticipable, y a su vez un crédito equivalente a un 6% adicional. Se prevé su devolución en un solo pago al cuarto año, el 24.08.2020. Devengará la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés. Asimismo para 2017 la CBA planea utilizar el crédito por el 3%, estimado en \$ 1.219,5 millones.

Gráfica 2: Perfil de Vencimientos



P - Datos Provisorios
 Fuente: Ciudad de Buenos Aires

En los últimos años la CBA mejoró su perfil de vencimientos mediante la amortización total del Bono Tango Serie 8 por USD 475 millones en el 2015. En junio de 2016 se emitió una nueva serie de Bono Tango (Serie 12) por USD 890 millones a diez años, con el cual la Ciudad canjeó aproximadamente un 57% del Bono Tango Serie 10 con vencimiento en 2017. El saldo a vencer de esta Serie en marzo 2017 por USD 175,27 millones fue totalmente cancelado con fondos que ya disponía la Ciudad por la emisión de deuda internacional.

Como resultado de estas operaciones, la CBA ha mejorado sus indicadores de sostenibilidad. FIX proyecta que a 2017 el stock de deuda será equivalente a 1,5x el ahorro operativo presupuestado y que los servicios de deuda insumirían el 57% del ahorro operativo presupuestado.

La Ciudad planea realizar emisiones de títulos solamente en el mercado local en el año 2017 que permitan refinanciar vencimientos, y proseguir mejorando el perfil de vencimientos y composición de la deuda. En este marco, la CBA espera emitir la Clase N°21 y N°22 por USD 530 millones, por el equivalente en pesos, a 18 y 84 meses.

Liquidez

La posición de liquidez de la ciudad se mantuvo en niveles razonables durante 2016, y se evidencia cierta mejora respecto al período anterior. En el 2015 el saldo de caja estimado representó 1,2% de los ingresos totales frente a 1,4% en el 2016. Sin embargo, el nivel de deuda

flotante se incrementó sensiblemente durante 2016 (+79,1%). Este incremento se explica fundamentalmente por deudas con proveedores cuyas prestaciones de bienes y/o servicios se encuentran devengadas con órdenes de pago pendientes de cancelación, hecho que tiene lugar en el transcurso de los primeros días del ejercicio fiscal siguiente.

En el 2015, esta deuda representó 12% de los ingresos operativos y 40,6 días del gasto primario, mientras que en 2016 alcanzó el 13,7% y 47 días respectivamente. La deuda flotante comenzó una tendencia alcista, aunque se mantiene en niveles razonables sin generar presiones sobre la liquidez de la ciudad en el corto plazo.

Por último, actualmente la Ciudad tiene la posibilidad de emitir Letras de Tesorería de corto plazo bajo un Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 6.500 millones, como forma de financiar déficits estacionales de caja. A diciembre de 2016, el saldo de letras en circulación ascendía a \$ 2.048 millones.

Contingencias

El Banco de la Ciudad de Buenos Aires es la entidad oficial de la Ciudad y su agente financiero. La Ciudad es propietaria del 100% del banco y garantiza sus pasivos. En los últimos años el banco demostró un buen desempeño, siendo una entidad rentable, con buenos ratios de solvencia y liquidez, por lo cual si bien se constituye como una contingencia directa para la ciudad la misma se encuentra bajo control.

La ciudad también cuenta con participación accionaria en varias empresas públicas. Es propietaria del 100% de Subterráneos de Buenos Aires S.E., encargada de controlar el cumplimiento del concesionario del subterráneo de la ciudad, responsable de la extensión del sistema de subte y la autoridad de aplicación de la Ley 4472 (Ley de transferencia del subterráneo). A su vez es propietaria de Autopistas Urbanas S.A. (AUSA) cuya función es la administración, mantenimiento y explotación de la red de autopistas y vías rápidas interconectadas de la CBA. Esta empresa tiene un pasivo de USD 130 millones con el BID (Banco Interamericano de Desarrollo) que está garantizada por la CBA.

También la CBA participa en el Hospital Garrhan, Corporación Antiguo Puerto Madero S.A., Corporación del Mercado Central de Buenos Aires, Coordinación Ecológica Area Metropolitana S.E. (CEAMSE) entre otras empresas.

A fines del año 2012 se concretó la transferencia del sistema de subterráneos a la Ciudad, por lo que la administración local se hace cargo no solo de las obras de infraestructura sino también de la operatoria. En diciembre de 2012 se promulgó la Ley N° 4472 que establece la regulación y reestructuración del sistema de subtes en la ciudad y se crea el "Fondo Subte". Este fondo permite cubrir el déficit entre los precios y los costos de operación y mantenimiento y expansión del sistema de subterráneos. Los ingresos que percibe este fondo provienen de las tarifas de los usuarios, los recursos que la administración decida destinar al mismo y del incremento de ciertos impuestos como patentes de autos, sellos y peajes afectados a este fondo.

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2011-2015 e información provisoria de 2016 y estimaciones para el 2017. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados de la Administración Central y Organismos Descentralizados.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de la CBA, que representan un 98,8% de los ingresos totales de la Ciudad, registraron en el 2016 un aumento anual nominal del 57,4% respecto del 2015,

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2013	2014	2016p
- Ing. Brutos	40.721	51.188	69.293
- Inmobiliarios	5.725	7.192	10.075
- Sellos	4.262	5.628	5.562
- Patentes	3.262	4.445	7.800
- Otros	471	568	1.125
Tributarios locales	54.441	69.021	93.853
No tributarios locales	2.624	3.261	3.386
- Coparticipación	5.758	7.834	27.752
- Otras transf. ctes.	589	717	1.525
Ingresos federales	6.347	8.550	29.277
Total ingresos operativos^a	63.413	80.832	127.196

^a - no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados)

p - Datos Provisorios

Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

impulsados fuertemente por los ingresos federales (+242,4%) y en menor medida de los ingresos propios (+36,2%). El aumento de estos ingresos federales se explicó principalmente por el incremento en la coparticipación de la Ciudad. Este incremento en la coparticipación fue por dos razones distintas, por un lado la ciudad incrementó en 2,35 puntos porcentuales (de 1,4% a 3,75%) la participación en la masa de coparticipación, y por otro lado comenzó a percibir el 3% por la devolución de las retenciones que se realizaban para financiar a la Anses.

Si bien la CBA al igual que el resto de las provincias participa en la distribución secundaria de los recursos de coparticipación en una suma porcentual, dichos recursos representaron históricamente un muy bajo porcentaje de los ingresos operativos de la ciudad (9,7% del total en 2015). En virtud de los aumentos de la coparticipación que recibió la CBA, los recursos coparticipados alcanzan actualmente al 21,8% de los ingresos operativos. Si bien estos incrementos acotaron la elevada autonomía fiscal que tuvo históricamente la ciudad, esto significó un incremento sustancial de los ingresos totales percibidos. Adicionalmente estos recursos tienen carácter automático, por lo que no están expuestos a discrecionalidad.

A pesar de lo expuesto en el párrafo precedente, la CBA se caracteriza por ser la principal jurisdicción con una elevada flexibilidad presupuestaria y capacidad contributiva; los ingresos locales en el año 2016 representaron el 77,1% de los ingresos corrientes, mientras que este indicador para la media provincial asciende a 45,6%.

De acuerdo al presupuesto 2017, se espera que los ingresos operativos aumenten un 30,7% en términos nominales respecto a los cierres provisorios de 2016, aunque su evolución dependerá en gran medida del contexto macroeconómico, nivel de actividad y precios. FIX entiende que si bien los ingresos operativos se incrementarán significativamente, la tasa de crecimiento se encontrará por debajo de la presupuestada.

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016p
- Personal	30.778	42.188	67.456
- Ss no personales	13.384	19.627	25.217
- Bs de consumo	1.603	1.958	2.794
- Transferencias corrientes	8.131	11.119	15.380
Total gastos operativos^a	53.897	74.892	110.847

^a - no incluye intereses pagados.

P - Datos Provisorios

Fuentes: Ciudad de Buenos Aires y cálculos de FIX

Gastos operativos

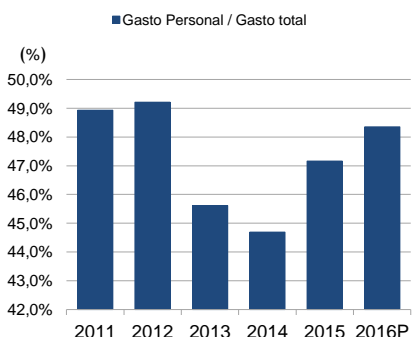
A 2016 el gasto operativo representó el 79,5% del gasto total, un indicador inferior al registrado en el 2015 (83,7%), producto de una menor rigidez dada por el gasto corriente. En el último año, el gasto operativo creció un 48% respecto del 2015, por debajo de la evolución de los ingresos (+57,4%), lo que explica la sensible mejora en el margen operativo del 2016.

Al igual que el resto de los gobiernos locales en la Argentina, el gasto en personal es el de mayor peso en la estructura de gastos corrientes y absorbe el 53% de los ingresos operativos, aunque este ratio se encuentra por debajo de la media provincial (60,4%). La actual administración mantiene una política implícita del gasto en personal que radica en mantener un nivel del orden del 50% del gasto total de la ciudad (ver Gráfica 3). FIX observa cierta sostenibilidad en el cumplimiento de esta meta, aunque con cierta tendencia al alza, pasando de un 48,5% en 2014, al 53% en 2016, explicado fundamentalmente por la expansión de los servicios de seguridad y el traspaso de la Policía Federal a la jurisdicción de la CBA. El Presupuesto 2017 fija como pauta un ratio del 49,6%, pero FIX entiende que se encontrará por encima.

Respecto al crecimiento de los servicios no personales y bienes de consumo responde principalmente a la dinámica inflacionaria, mientras que el crecimiento de las transferencias se sustenta en transferencias a escuelas privadas, a sectores de la salud, mayores costos en programas sociales y subsidio al servicio de subterráneos.

El Presupuesto 2017 prevé un aumento del 25,2% en el gasto operativo respecto a los datos provisorios de 2016, aunque entiende que dicha evolución dependerá en gran parte de los acuerdos salariales para el presente año aun no acordados.

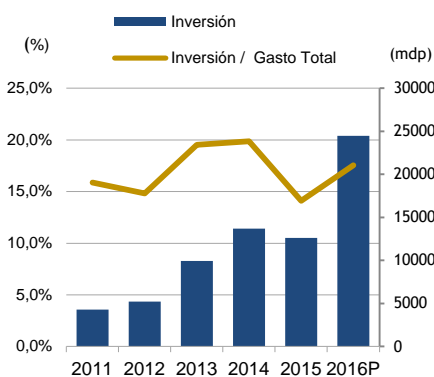
Gráfica 3: Evolución Gasto Personal



P - Datos Provisorios
Fuente: Ciudad de Buenos Aires.

Inversión

Gráfica 4: Ahorro e Inversión



P - Datos Provisorios

Fuente: Ciudad de Buenos Aires

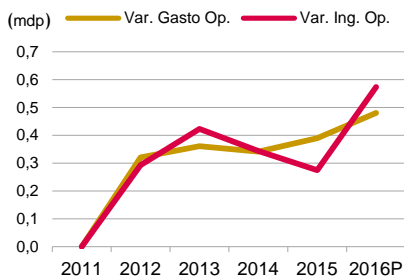
La actual administración tiene como objetivo de gobierno mantener un nivel de inversión pública elevado. Si bien en el trienio 2012/2015, en promedio, el gasto en obra pública representó un 17% del gasto total, este indicador se redujo fuertemente durante 2015 y 2016. En el año 2015 la inversión se redujo al 13,4% del gasto total, pero se recuperó parcialmente en 2016 registrando un 16,1%, niveles más cercanos al promedio del 17%. El Presupuesto 2017 planea volver a los ratios elevados del trienio 2012/2014, fijando como meta el 18,6%. El ahorro operativo es el flujo libre disponible con el que cuenta la ciudad para el pago de sus deudas y el desarrollo de obra pública. Gran parte de la inversión pública puede ser financiada con márgenes operativos positivos netos del pago de los servicios de deuda e ingresos de capital, aunque para obras de envergadura es necesario el uso del crédito público como una fuente de financiación alternativa (ver Gráfica 4).

Las inversiones consideradas prioritarias para el año 2017 son las de urbanización y vivienda, obras para contener posibles inundaciones, hospitales, escuelas y la red de subterráneo.

Balance operativo

La Ciudad se caracteriza por un muy buen desempeño presupuestario, con sólidos márgenes operativos en los últimos años, si bien en 2015 se registró un deterioro con relación al 2014 (7,3% frente al 15%), producto más de una desaceleración de los ingresos que de un incremento excesivo del gasto. Sin embargo hay que destacar que el 2015 fue un año electoral.

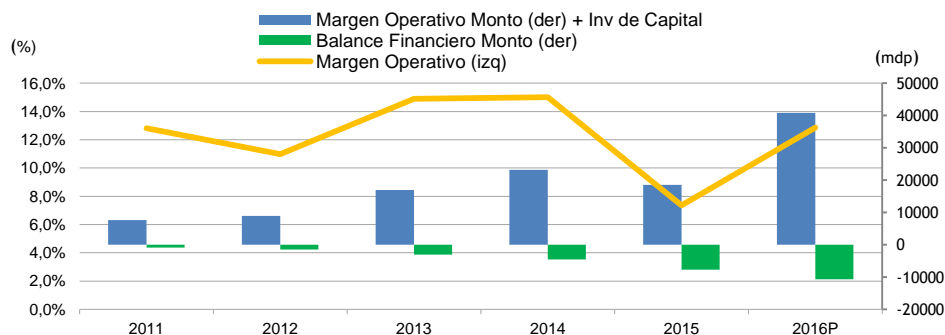
Gráfica 5: Ingresos y Gastos operativos



P - Datos Provisorios.

Fuente: Ciudad de Buenos Aires

Gráfica 6: Desempeño Presupuestario



Fuente: Ciudad de Buenos Aires

En 2016 se registró una mejora del desempeño operativo en un contexto de cierta contracción de la economía y de gastos en crecimiento por la propia inercia inflacionaria y mayores gastos de personal por la transferencia de los servicios de seguridad desde Nación a la Ciudad (+59,9%). No obstante, los ingresos crecieron significativamente (+57,6%), producto de una recomposición de los ingresos por coparticipación. El margen operativo del 2016 del 12,9% se encuentra en la línea de lo registrado en los últimos cinco años (12,2%), evidenciando una sensible recuperación del 7,3% registrado en 2015, y se considera razonable para la media de sub-nacionales de la Argentina. FIX proyecta que el margen operativo será del 12,1% en 2017, en línea con el promedio de los últimos años. El presupuesto, en base a supuestos de incrementos salariales conservadores, estima alcanzar un margen del 16,5%, por lo que FIX entiende se encontrará por debajo de este nivel.

Dada la fuerte expansión del gasto de capital, la ciudad registra déficits financieros desde el año 2011 (ver Gráfica 6). Esta tendencia se mantiene a 2016, y de acuerdo al Presupuesto 2017, no hay intenciones de revertirlo. FIX dará seguimiento a la evolución del déficit, pero considera que la ciudad tiene un nivel de gasto de capital superior a la media del consolidado provincial, que le proporciona cierta flexibilidad para realizar ajustes en el gasto en caso de ser necesario.

Gestión y Administración

El actual Jefe de Gobierno es el Sr. Horacio Rodríguez Larreta, perteneciente al partido político PRO, quién fue electo para gobernar durante el período 2015-2019. Durante el gobierno del Sr. Mauricio Macri, Larreta se desempeñó como Jefe de Gabinete.

FIX entiende que el actual Jefe de Gobierno está dando continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones del PRO. El objetivo de gobierno ha sido profundizar la inversión pública, focalizando en la mejora de la infraestructura vial, transporte (extensión de las líneas de subterráneos), proyectos de prevención de inundaciones y obras de drenaje de aguas y desarrollo de viviendas públicas, como así también en aumentar la seguridad de la ciudad, optimizar el control del gasto y expandir el desarrollo de la ciudad hacia la zona sur a través de la relocalización del edificio municipal.

Perfil socio-económico

La CBA es la capital federal de la República Argentina y sede del gobierno nacional. Posee una superficie territorial de 203 km² y se encuentra rodeada por el área metropolitana más importante del país, el Gran Buenos Aires. Se presenta como el principal centro financiero y de negocios del país, con un gran peso económico sobre la economía nacional.

Población

Según el censo 2010, la CBA registró una población de 3,08 millones de personas, equivalente a un 7,3% sobre el total de población nacional. Con respecto al censo 2001, la población de la Ciudad aumentó en un 4,1%, muy por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. La CBA cuenta con una importante población flotante, equivalente a 3x la población residente en un día laboral, lo que ejerce una importante presión en materia de infraestructura local.

Economía

La CBA es principal centro financiero y de negocios del país, con un gran peso económico sobre la economía nacional. En el 2015 la Ciudad aportó aproximadamente el 18% del PBI a nivel nacional, mientras que el PBI per cápita triplica al promedio nacional.

A diferencia del resto de las provincias argentinas, en la economía de la CBA, el sector servicios sector terciario o de servicios tiene un peso muy superior en el PBG con relación a lo que sucede a nivel nacional. Este sector aporta en el PBG de la ciudad el 79,5% en el año 2014 frente al 61,9% de la media nacional. En la composición del sector servicios sobresalen los servicios inmobiliarios y empresariales, comercio y la intermediación financiera.

Por su parte, el sector secundario también es importante para la economía de la Ciudad, con una participación sobre el PBG en 2014 del 19,2%, aunque por debajo de la media nacional (25,3%). Se encuentra concentrado en pequeñas y medianas empresas, laboratorios y compañías procesadoras de alimentos. Por último, el sector primario es débil, con una participación sobre el PBG de la ciudad en 2014 equivalente a 1,2%, muy por debajo de la media nacional (12,8%).

Desempleo y pobreza

Si bien en términos de indicadores de desempleo y pobreza la Ciudad históricamente ha comparado favorablemente con la media nacional. Según INDEC, la tasa de desempleo de la ciudad fue del 10,5% en el segundo trimestre de 2016 comparada con el pico del 16,3% en mayo de 2002, mientras que la tasa de pobreza en el segundo trimestre de 2016 alcanzó un 30,9%. La mejora en el nivel de desempleo se dio a través de la recuperación económica principalmente en los sectores inmobiliarios, de negocios, comercio y hoteles y restaurantes.

Anexo A

Ciudad de Buenos Aires

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2011	2012	2013	2014	2015	2016p
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	24.194,5	31.205,0	44.688,2	60.199,2	76.854,7	121.605,6
Otras transferencias Corrientes recibidas	345,0	614,2	479,8	589,4	716,7	1.524,8
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	1.117,5	1.351,2	2.040,7	2.624,4	3.261,3	4.066,1
Ingresos Operativos	25.657,0	33.170,4	47.208,7	63.413,0	80.832,8	127.196,5
Gastos operativos	-22.370,5	-29.526,6	-40.180,3	-53.897,0	-74.892,5	-110.847,8
Balance Operativo	3.286,4	3.643,8	7.028,4	9.516,0	5.940,2	16.348,6
Intereses cobrados	108,4	133,9	140,2	300,5	117,0	711,0
Intereses pagados	-430,6	-479,0	-777,9	-1.282,1	-1.950,2	-4.194,3
Balance Corriente	2.964,2	3.298,8	6.390,7	8.534,3	4.107,1	12.865,4
Ingresos de capital	480,7	459,5	0,0	0,0	757,6	865,1
Gasto de capital	-4.307,1	-5.227,1	-9.939,8	-13.690,0	-12.614,6	-24.473,1
<i>Balance de capital</i>	<i>-3.826,4</i>	<i>-4.767,5</i>	<i>-9.939,8</i>	<i>-13.690,0</i>	<i>-11.857,0</i>	<i>-23.608,0</i>
Balance Financiero	-862,3	-1.468,8	-3.549,0	-5.155,7	-7.749,9	-10.742,6
Nueva deuda	934,0	2.939,7	2.377,9	4.774,1	8.191,6	19.123,1
Amortización de deuda	-1.610,1	-1.057,7	-454,6	-2.257,9	-5.037,5	-12.721,2
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>-676,1</i>	<i>1.882,0</i>	<i>1.923,3</i>	<i>2.516,2</i>	<i>3.154,2</i>	<i>6.402,0</i>
Resultado Final	-1.538,4	413,2	-1.625,7	-2.639,5	-4.595,8	-4.340,7
DEUDA*						
Corto Plazo	373,2	0,0	0,0	430,5	2.400,0	2.047,9
Largo Plazo	3.731,4	7.054,8	11.703,7	17.871,1	29.032,3	47.189,1
Deuda Directa	4.104,6	7.054,8	11.703,7	18.301,6	31.432,3	49.237,0
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	4.104,6	7.054,8	11.703,7	18.301,6	31.432,3	49.237,0
- Liquidez	800,7	1.898,7	856,0	1.083,4	989,2	1.758,0
Riesgo Directo Neto	3.303,9	5.156,1	10.847,7	17.218,2	30.443,1	47.479,0
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	3.303,9	5.156,1	10.847,7	17.218,2	30.443,1	47.479,0
Datos sobre Riesgo Directo						
% moneda extranjera	88,78%	94,08%	97,72%	94,92%	88,32%	83,30%
% no bancaria	73,70%	80,88%	86,61%	89,90%	91,09%	83,89%
% tasa de interés fija	65,43%	82,89%	86,97%	87,82%	83,67%	76,92%

*- Incluye sólo el saldo de capital a vencer.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Ciudad de Buenos Aires.

Anexo B

Ciudad de Buenos Aires

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2011	2012	2013	2014	2015	2016p
Ratios de Desempeño Presupuestario						
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	12,81	10,99	14,89	15,01	7,35	12,85
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	11,50	9,90	13,50	13,39	5,07	10,06
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-3,29	-4,35	-7,50	-8,09	-9,48	-8,34
Resultado final/Ingresos totales (%)	-5,86	1,22	-3,43	-4,14	-5,62	-3,37
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	n.d.	29,28	42,32	34,32	27,47	57,36
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	n.d.	31,99	36,08	34,14	38,95	48,01
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	n.d.	11,29	93,73	33,54	-51,88	213,25
Ratios de Deuda						
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	n.d.	71,88	65,90	56,37	71,75	56,64
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,68	1,44	1,65	2,02	2,41	3,30
Balance operativo/Intereses pagados (x)	7,63	7,61	9,04	7,42	3,05	3,90
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	7,92	4,61	2,60	5,56	8,63	13,22
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	62,10	42,17	17,54	37,20	117,63	103,47
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	15,93	21,18	24,72	28,72	38,83	38,49
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	15,93	21,18	24,72	28,72	38,83	38,49
Deuda directa/Balance corriente (x)	1,38	2,14	1,83	2,14	7,65	3,83
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	1,38	2,14	1,83	2,14	7,65	3,83
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	12,82	15,48	22,91	27,02	37,61	37,12
Deuda directa/PBG (%)	0,98	1,37	1,80	2,18	2,99	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	1.420	2.441	4.050	6.333	10.876	17.037
Ratio de Ingresos						
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	101,2	107,3	100,3	110,7	98,0	117,0
Impuestos/Ingresos operativos (%)	94,30	94,07	94,66	94,93	95,08	95,60
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	89,37	89,57	90,56	90,44	89,81	77,18
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	1,34	1,85	1,02	0,93	0,89	1,20
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	97,76	98,24	99,70	99,53	98,93	98,78
Ingresos totales ^b per capita (\$)	9.082	11.683	16.384	22.046	28.272	44.558
Ratios de Gasto						
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	59,29	58,73	57,78	57,11	56,33	60,85
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	14,75	14,53	16,26	15,09	14,85	13,88
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total (%)	15,00	14,40	19,36	19,25	13,35	16,08
Gasto de capital/PBG (%)	1,03	1,01	1,53	1,63	1,20	n.d.
Gasto total per capita (\$)	9.937	12.557	17.769	24.611	32.697	52.677
Financiamiento de Gasto de Capital						
Balance corriente/Gasto de capital (%)	68,82	63,11	64,29	62,34	32,56	52,57
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	11,16	8,79	0,00	0,00	6,01	3,53
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-15,70	36,01	19,35	18,38	25,00	26,16

n.d. no aplica / n.d. no disponible

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Ciudad de Buenos Aires.

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Tabla 1: Títulos Públicos emitidos por la CBA

Instrumento	Programa	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (15/03/2017)	Tasa	Amortización
Serie 11	Bonos Tango	USD 500,0 millones	19/02/2015	19/02/2021	USD 500,0 millones	Fija 8,95% n.a. / Pagos Semestrales	Anual en los últimos tres años
Serie 12	Bonos Tango	USD 890 millones	01/06/2016	01/06/2027	USD 890 millones	Fija 7,50% / Pagos Semestralmente	3 pagos semestrales a partir del 01/06/2025.
Clase N°3	Mercado Local	USD 100,0 millones	15/03/2013	15/03/2018	USD 75,0 millones	Fija 3,98% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 15/09/2016
Clase N°4	Mercado Local	USD 327,1 millones	17/05/2013	17/05/2019	USD 327,1 millones	Fija 3,98% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 17/11/2016
Clase N°5	Mercado Local	USD 113,3 millones	20/12/2013	20/12/2019	USD 113,2 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 20/06/2017
Clase N°6	Mercado Local	USD 146,8 millones	28/01/2014	28/01/2020	USD 146,8 millones	Fija 1,95% n.a. / Pagos Semestrales	Semestral a partir del 28/07/2017
Clase N°14	Mercado Local	ARP 100,0 millones	20/01/2015	20/01/2018	ARP 100,0 millones	Variable la mayor entre Badlar mas 4,5%; y 95% de la tasa Lebac / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°15	Mercado Local	ARP 261,9 millones	24/06/2015	24/06/2018	ARP 209,5 millones	Fija 27,5% n.a (primeros 3 trimestres) / Variable Badlar + 4,9% (restantes 9 trimestres) / Pagos Trimestrales	5 pagos semestrales a partir del 24/06/2016.
Clase N°16	Mercado Local	ARP 948,0 millones	02/02/2016	02/02/2020	ARP 948,0 millones	Variable Badlar mas 4,45% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 02/08/2018.
Clase N°17	Mercado Local	ARP 363,6 millones	19/05/2016	19/11/2017	ARP 363,6 millones	Variable Badlar mas 4,24% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°18	Mercado Local	ARP 1.705,5 millones	19/05/2016	19/05/2020	ARP 1.705,5 millones	Variable Badlar mas 5% / Pagos Trimestrales	4 pagos semestrales a partir del 19/11/2018.
Clase N°19	Mercado Local	ARP 1.378,0 millones	18/01/2017	23/07/2018	ARP 1.378,0 millones	Variable Badlar mas 3,25% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
Clase N°20	Mercado Local	ARP 3.707,8 millones	18/01/2017	23/01/2022	ARP 3.707,8 millones	Variable Badlar mas 5% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 21 de marzo de 2017 asignó la calificación ‘AA+(arg)’, Perspectiva Estable a los Títulos de Deuda Pública Clase N°21 y N°22 de la Ciudad de Buenos Aires (CBA) por hasta un máximo de emisión en pesos conjunto al equivalente a USD 530 millones.

Asimismo FIX confirmó las siguientes calificaciones vigentes de la CBA

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
Endeudamiento de Corto Plazo	A1+(arg)	No aplica	A1+(arg)	No aplica
Programa Eurobonos a Mediano Plazo por USD 2.290 millones:	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
Programa Letras del Tesoro por hasta ARP 6.500 millones	A1+(arg)	No aplica	A1+(arg)	No aplica
Programa Financiamiento Mercado Local por hasta USD 1.186 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°3 por USD 100 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°4 por USD 327,1 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°5 por USD 113,3 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°6 por USD 146,8 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°14 por ARP 100 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°15 por ARP 261,9 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°16 por ARP 948,0 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°17 por ARP 363,6 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°18 por ARP 1.705,5 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°19 por ARP 1.378,0 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable
TDP Clase N°20 por ARP 3.707,8 millones	AA+(arg)	Estable	AA+(arg)	Estable

Nota: TDP - Títulos de Deuda Pública

Categoría AA(arg): “AA” nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Categoría A1(arg): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de Fitch Argentina, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

Nota: Los signos “+” o “-” son 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. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

Fuentes de Información: La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor en forma privada a marzo de 2017 y a la siguiente información pública disponible en www.buenosaires.gob.ar:

- Ejecuciones Presupuestarias para el período 2011-2015 y parciales de 2016.
- Presupuesto aprobado del año 2017.
- Detalle de ingresos y egresos de la CBA.
- Stock de Deuda para el período 2011-2016. Perfil de vencimientos stock deuda consolidada.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar).

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.