

# Valores Bancolombia S.A.

## Informe de Calificación

### Calificaciones

#### Nacionales de Emisor

Largo Plazo	AAA(col)
Corto Plazo	F1+(col)

### Resumen Financiero

#### Valores Bancolombia S.A.

(COP billones)	31 mar 2017	31 dic 2016
Activos (USD billones)	103,5	95,8
Activos	297.955	287.626
Patrimonio	240.702	235.754
Resultado Neto	4.348	34.454
ROAE Operativo. (%)	15,32	19,90
ROAE Neto (%)	7,30	15,11
Solvencia (%)	60	60

Fuente: Superintendencia Financiera y Valores Bancolombia.

### Factores Clave de las Calificaciones

**Soporte de Bancolombia:** Las calificaciones asignadas a Valores Bancolombia S.A. se fundamentan en el soporte patrimonial y operativo que recibiría de Bancolombia S.A. (Bancolombia), calificado por Fitch Ratings en 'AAA(col)' con Perspectiva Estable. En opinión de Fitch, Valores Bancolombia es considerada fundamental en la operación de su matriz, al formar parte de su estrategia de banca universal. La identificación comercial clara con su matriz y el riesgo de marca al cual se expondría el banco en caso de problemas eventuales de la comisionista resultan en una probabilidad alta de asistencia directa o indirecta por parte de Bancolombia.

**Grado de Integración Alto con Bancolombia:** Valores Bancolombia es apoyado comercial y operativamente por Bancolombia a través del Centro de Servicios Compartidos. Cuenta con una estructura organizacional acorde con su volumen de operaciones y un plan estratégico integrado al del grupo. Fitch destaca que esta integración ha permitido a Valores Bancolombia tener una base recurrente de clientes y adoptar las mejores prácticas de su accionista en materia de gestión de riesgos.

**Fortaleza en Administración de Riesgos:** La comisionista cuenta con una estructura organizacional fuerte de control de riesgos y metodologías y herramientas robustas de administración de los mismos. Fitch considera que las sinergias alcanzadas por el grupo y a la transferencia consecuente de mejores prácticas son de las fortalezas más importantes de Valores Bancolombia en cuanto a la administración de riesgos.

**Capitalización Robusta:** El nivel de capital de la entidad es suficiente para soportar la actividad del negocio de intermediación de valores. A marzo de 2017, el nivel de solvencia se ubicaba por encima de 50%, lo que demuestra la suficiencia de capital de la entidad. Esta no distribuye dividendos, por lo que los excedentes de cada período se reinvierten en la comisionista.

**Competidor Principal del Sector:** Valores Bancolombia es una de las principales comisionistas de bolsa del país. Es la principal en generación de utilidades, ingresos operacionales y patrimonio en el sector. La entidad se beneficia de las sinergias altas con Bancolombia, logrando una eficiencia en gastos mayor que la de sus pares, lo cual se refleja en los retornos mejores sobre activo y patrimonio.

### Sensibilidad de las Calificaciones

Cambios en las calificaciones de riesgo de Valores Bancolombia provendrían de una variación en la capacidad o disponibilidad de Bancolombia para proveerle soporte, en caso de requerirlo.

### Analistas

Larisa Arteaga  
+1-809-563-2481  
[larisa.arteaga@fitchratings.com](mailto:larisa.arteaga@fitchratings.com)

Andrés Márquez  
+57-1-326 9999 ext. 1220  
[andres.marquez@fitchratings.com](mailto:andres.marquez@fitchratings.com)

## Entorno Operativo

La calificación soberana de Colombia fue afirmada en 'BBB' y la Perspectiva se revisó a Estable desde Negativa en marzo de 2017, debido a la reducción en los riesgos macroeconómicos como resultado de un menor déficit de cuenta corriente, la aprobación de la reforma tributaria y las expectativas por la convergencia de la inflación al rango meta del Banco de la República. En 2016, la economía mostró un crecimiento real de 2,0%, nivel inferior a 3,3% de 2015. Varios factores llevaron a la ralentización del ritmo económico; entre ellos, el incremento de tasas de Banco de la República para frenar la inflación, la cual fue de 5,75% al cierre de 2016, superior a su rango meta. Fitch espera que la inflación continúe disminuyendo durante 2017. Para el primer trimestre de 2017, el crecimiento anual del PIB fue de 1,1%, lo que confirma la tendencia de menor fortaleza de la economía.

El sistema bancario colombiano, aunque concentrado, tiene una competencia alta. A la fecha, existen 25 bancos y los cinco principales concentraban 70% del total de los activos. La banca tiene participantes internacionales importantes, lo que le aumenta el nivel de competencia. El mercado está en etapa de desarrollo y la cartera de mayor tamaño es la comercial.

Los mercados de capital han crecido rápidamente y se encuentran entre los más grandes de la región, con inversionistas institucionales muy activos y diversos. La profundidad del sistema financiero es moderada en comparación con los mercados principales de la región, pero ha mejorado y debería seguir desarrollándose a medida que se consolide el mercado regional integrado con Perú, Chile y México.

El regulador financiero de Colombia ha promulgado regulación con el fin de avanzar hacia Basilea III, ajustando los requerimientos de capital, exigiendo capital de mejor calidad y monitoreando proactivamente el crecimiento de las colocaciones. La publicación reciente de las regulaciones relacionadas con el uso del capital híbrido como capital secundario refleja el compromiso del gobierno con la actualización de sus estándares, pero el alcance de estas medidas aún es poco claro. La regulación colombiana ha mejorado gradualmente, pero aún no está a la altura de las mejores prácticas de la región.

## Perfil de la Empresa

### *Compañía del Grupo Bancolombia*

El principal accionista de la comisionista es Bancolombia (93.6%), calificado por Fitch en 'AAA(col)' con Perspectiva Estable. Valores Bancolombia es una de las comisionistas líderes del mercado colombiano, con COP3,3 billones en activos bajo administración, gracias a su oferta multiproducto y multisegmento. Al cierre de 2015, contaba con el mayor nivel de capital, lo que le permite tener una ventaja ante eventos extremos sobre sus competidores.

### *Franquicia*

Valores Bancolombia es una de las principales comisionistas de bolsa del país y la principal en generación de utilidades, ingresos operacionales y patrimonio en el sector. Se beneficia de las sinergias altas con Bancolombia, logrando una eficiencia en gastos mayor que la de sus pares, lo cual se refleja en los retornos mejores sobre activo y patrimonio. Es importante destacar que en el mercado de renta fija se ha presentado un cambio importante, debido a que los inversionistas extranjeros son los segundos tenedores de deuda pública. Esto hace que el mercado sea más profundo y los precios reflejen el verdadero valor de los títulos.

### *Modelo de Negocio*

La entidad se enfoca en el aprovechamiento de la red del grupo Bancolombia para los negocios de comisión y banca de inversión en el mercado de capitales colombiano. Ofrece los servicios de compra y venta de títulos valor en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), negociación de

## Metodología Relacionada

[Metodología Global de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias.](#) (Octubre 21, 2016).

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional](#) (Marzo 27, 2017).

derivados, repos y transferencia temporal de valores (TTVs). De igual forma, Valores Bancolombia tiene un equipo de banca de inversión, la cual se beneficia del uso del Centro de Servicios Compartidos de Bancolombia. Su modelo de negocio cumple la función de la banca universal que el banco busca en el país. De esta manera, la entidad es fundamental para la consolidación de la estrategia.

## Administración

### *Calidad de la Administración*

La administración tiene un grado alto de profundidad, estabilidad y experiencia que le ha servido para reorientar la entidad e implementar las alianzas estratégicas. Para el desarrollo de sus objetivos, cada entidad del grupo Bancolombia sigue un mapa estratégico, el cual tiene definidas todas las acciones a seguir y la interrelación de cada una de las áreas para el cumplimiento de sus metas.

### *Gobierno Corporativo*

Valores Bancolombia sigue las prácticas de Bancolombia en materia de gobierno corporativo y garantiza las opiniones independientes en la toma de decisiones. La comisionista cuenta con un código de buen gobierno corporativo y un código de ética. En estos define su misión, visión, valores, el papel de los órganos de dirección y administración, como la asamblea de accionistas y la junta directiva, así como los procedimientos para la selección y gestión del desempeño del personal y los criterios de remuneración.

Para el desarrollo de sus funciones, la junta directiva se apoya en los comités de auditoría y de riesgos, realizados trimestralmente. Fitch considera adecuadas las políticas y prácticas de gobierno corporativo de la entidad, al ser congruentes con las de su casa matriz.

### *Objetivos Estratégicos*

La compañía busca consolidarse como la comisionista líder del mercado, a través del aprovechamiento de la red de distribución del banco, la atención multisegmento y una sinergia importante con la banca de inversión del grupo para liderar la colocación de emisiones primarias en el mercado colombiano. Para esto, busca el crecimiento de los activos bajo administración, el aumento en la participación de la negociación de derivados y la consolidación del proyecto de comercio electrónico (*e-trading*). En este sentido, los objetivos están ligados a la evolución del mercado colombiano en el corto y mediano plazo, en particular, por la sofisticación del entorno y la oferta creciente de herramientas de negociación en línea para los clientes.

### *Ejecución de Objetivos*

La entidad tiene la capacidad de cumplir con los objetivos establecidos por la administración. Sin embargo, los resultados dependen en gran medida de los volúmenes de negociación de los mercados de renta fija y renta variable del país, así como de la volatilidad del mercado que incentiva a los clientes a realizar movimientos en compra de productos derivados y divisas. A 2016, los resultados fueron positivos y mejores que los de 2015. Fitch espera que, al igual que toda la economía colombiana, el crecimiento de beneficios para 2017 pierda la dinámica de 2016.

## Apetito de Riesgo

El apetito de riesgo de la entidad es moderado. Las sinergias alcanzadas por el grupo y la transferencia consecuente de mejores prácticas son consideradas por Fitch como las fortalezas más importantes de Valores Bancolombia en cuanto a la administración de riesgos. Estas sinergias se reflejan en el soporte que recibe el área de riesgos de la unidad centralizada de riesgos de Bancolombia, la cual cuenta con lineamientos, políticas y controles que, en opinión de Fitch, sirven para velar por la actuación correcta de la compañía y sus funcionarios.

En congruencia con lo anterior, el área de riesgo posee una estructura organizacional encabezada por la junta directiva y la presidencia de la comisionista. Estas últimas se apoyan en los comités externo (realizado a nivel del grupo) e interno de riesgos, el comité de auditoría, la vicepresidencia de riesgos de Bancolombia, el área de riesgos de la comisionista, la gerencia de cumplimiento para las mesas de dinero, auditoría y el área de cumplimiento de Bancolombia.

En opinión de Fitch, la comisionista tiene metodologías y herramientas robustas para gestionar los riesgos financieros, las cuales son necesarias para la administración de un total de activos de COP3,5 billones al cierre de 2016, entre los mayores del mercado. Esta fortaleza se manifiesta en el soporte brindado por la unidad centralizada de riesgos de Bancolombia, a través del desarrollo conjunto de metodologías y controles que permiten administrar acertadamente los diferentes riesgos financieros a los que puede estar expuesta la comisionista y los portafolios de terceros que gestiona.

#### *Riesgo de Mercado*

La fluctuación de la tasa de interés es el factor de riesgo más importante al que la compañía está expuesta. La administración de este riesgo se vincula a la normatividad vigente colombiana; sin embargo, la política interna establece parámetros adicionales más estrictos que los del regulador. El análisis y el procedimiento se fundamentan en los lineamientos del grupo Bancolombia.

En este sentido, el proceso de gestión se basa en las etapas de detección, medición, monitoreo y control de los riesgos asociados. Esto permite la medición diaria del valor en riesgo (VaR, por sus siglas en inglés) de los portafolios administrados, el cálculo y reporte mensual a la Superintendencia Financiera de Colombia, la realización periódica de *backtesting* y el análisis continuo de escenarios extremos (pruebas de estrés). En particular, el VaR interno a 10 días de la compañía fue de COP600 millones a finales de 2015, equivalente a un uso de 17% del límite. Asimismo, el VaR regulatorio alcanzó COP20 mil millones, correspondientes a 12% del patrimonio técnico.

El análisis de resultados de las herramientas mencionadas es realizado de manera mensual por el comité de riesgos de la compañía y la junta directiva, lo que permite tener un control adecuado de las situaciones extremas que se puedan presentar. En particular, el comité está conformado por cuatro miembros designados por la junta; al menos uno de ellos debe ser miembro de la misma.

#### *Riesgo de Liquidez*

La administración del riesgo de liquidez de la compañía se basa en la incertidumbre del comportamiento de los retiros de recursos por parte de los clientes (fondos de inversión colectiva), así como en la gestión de liquidez que realiza el gestor del negocio o la planeación financiera del cliente de los flujos futuros (portafolios delegados). En este sentido, Valores Bancolombia se beneficia del modelo de perfil de liquidez del grupo, el cual arroja cuatro posibles resultados de liquidez y está dividido en cinco módulos: deuda pública, deuda privada, fondos bursátiles (ETFs), acciones locales y encargos fiduciarios.

La comisionista de bolsa tiene una matriz de decisión para las diferentes situaciones de liquidez que podrían presentarse. Para detectar lo anterior, se utilizan herramientas como el indicador de riesgo de liquidez (IRL), indicador de riesgo de liquidez estresado (IRL estrés), número de retiros sucesivos de clientes, porcentajes de concentraciones y percepción del mercado en general.

Los reportes los realiza la vicepresidencia de riesgos del grupo, misma que informa, según la situación de liquidez, a la vicepresidencia de administración de activos, al comité de riesgos y a la junta directiva. Por su parte, las ejecuciones de las acciones para mantener los niveles de liquidez de la compañía son responsabilidad de dicha vicepresidencia, a través de la venta de inversiones,

constitución de repos con operadores de mercado o, en situaciones extremas, con la activación del plan de contingencia de la comisionista.

#### *Riesgo de Crédito y Contraparte*

La gestión de riesgo de crédito de Valores Bancolombia se realiza con una estructura de control a nivel de grupo que permite monitorear continuamente la situación financiera de los emisores y tomar medidas oportunas para garantizar una mitigación efectiva de este riesgo. La asignación de cupos de crédito y de contraparte se apoya en la gerencia de riesgo de crédito del grupo, mediante la definición de las políticas de riesgo de crédito que deben ser aplicadas por toda la organización. A través de esta unidad, se hace uso de los modelos de calificación internos, sobre los cuales se obtienen los cupos para las inversiones de la tesorería.

### **Ganancias y Rentabilidad**

Los ingresos de Valores Bancolombia crecieron en diciembre de 2016 cerca de 130%, debido a la mejor dinámica de las comisiones de emisiones primarias y de administración de fondos. Dado a que los gastos de la entidad resultaron estables y crecieron 22%, la generación de utilidades volvió a ser amplia. A junio de 2017, se ha presentado una disminución importante en el volumen de negociación del mercado de renta variable, a excepción del mercado de derivados. Esto hace que las proyecciones de crecimiento en los beneficios para 2017 sean menores.

Fitch destaca que la situación de menores volúmenes de negociación es transversal al sector, lo que hace que la entidad continúe presentando los mejores resultados del sector. A marzo de 2017, los retornos sobre el patrimonio se ubicaban en 7,3%, nivel inferior al de 2016 (15,11%). De igual forma, la calificadora destaca los niveles de eficiencia de la entidad, los cuales muestran que los gastos de funcionamiento representan 82% del total de los ingresos a marzo de 2017. Esto evidencia la ventaja competitiva de la comisionista al pertenecer al grupo Bancolombia.

### **Capitalización y Apalancamiento**

El nivel de capital de la entidad es suficiente para soportar la actividad del negocio de intermediación de valores. A marzo de 2017, el nivel de solvencia se ubicaba en 62%, lo que demuestra la suficiencia de capital de la entidad. La entidad no distribuye dividendos, por lo que los excedentes de cada período se reinvierten en la comisionista. En este punto, la calificadora destaca que la entidad es la de mayor tamaño por nivel patrimonial del sector, lo que le da una ventaja competitiva adicional sobre las demás comisionistas ante eventos de estrés.

Al cierre de 2016, Valores Bancolombia tenía 23% del total del patrimonio del mercado, con un valor de COP235 mil millones. El apalancamiento de la entidad, medido por la relación de pasivos sobre activos, fue de 19% a marzo de 2017, nivel estable y en línea con los años anteriores.

### **SopORTE**

#### *Operación Fundamental para Bancolombia*

Para Bancolombia, esta compañía es parte fundamental para sus operaciones. Por ello, la comisionista cuenta con el apoyo y respaldo patrimonial del banco y se beneficia de las sinergias comerciales, tecnológicas y de gestión de riesgos. Este es el fundamento principal para las calificaciones asignadas a la misma.

### **Análisis Comparativo**

#### *Respaldo Patrimonial y Beneficios de la Red del Banco*

Valores Bancolombia se beneficia de la red amplia del banco y de las demás entidades del grupo, lo que le permite tener una ventaja sobre las demás comisionistas, incluso sobre aquellas que también tienen respaldo de entidades bancaria. La referencia de clientes y negocios dentro del

grupo Bancolombia constituye una ventaja sobre sus competidores, lo que amplía la oferta de valor para sus clientes. A finales de 2016, la entidad contaba con el mayor patrimonio del sector (23% del total), el cual es cerca del doble del correspondiente al segundo competidor, Credicorp Capital. De igual forma, ocupa el primer lugar por ingresos operacionales: 19% del total del sector.

**Valores Bancolombia S.A.**  
**Balance General**

(COP millones)	31 mar 2017 3 meses (USD millones)	3 meses	31 dic 2016 Cierre Fiscal	31 dic 2015 Cierre Fiscal
I. Inventario				
1. Bonos del Tesoro Norteamericano	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Bonos diferentes Tesoro Norteamericano	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Municipales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. Instrumentos de Mercado de Dinero	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Materias Primas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Bonos Corporativos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
8. Títulos Colateralizados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9. Otros Títulos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total I	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
II. Cuentas por Cobrar				
1. Comisionistas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Clientes	9,3	26.838,0	23.888,0	24.522,0
3. Créditos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. Notas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Títulos Colateralizados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Otros	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total II	9,3	26.838,0	23.888,0	24.522,0
III. Otros Activos Líquidos				
1. Repos	45,6	131.430,0	127.638,0	124.998,0
2. Títulos en Garantía	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Caja y Equivalentes	31,3	90.181,0	91.274,0	42.593,0
IV. Activos Con Poca Liquidez				
5. Otros Activos	17,2	49.516,0	44.826,0	82.834,0
V. Activos Totales	103,5	297.965,0	287.626,0	274.947,0
VI. Préstamos de Corto Plazo				
1. Créditos con Bancos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Papeles Comerciales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Porción de Corto Plazo de Deuda Largo Plazo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. Otros	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total VI	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VII. Depósitos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VIII. Otro Fondo				
1. Acuerdos de Recompra	1,9	5.564,0	245,0	2.008,0
2. Títulos en Garantía	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Valores Vendidos no Comprados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. Otros	17,9	51.699,0	51.626,0	52.751,0
Total VIII	19,9	57.263,0	51.871,0	54.759,0
IX. Deuda Largo Plazo				
1. Deuda Senior	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Deuda Subordinada	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
X. Patrimonio				
1. Valores de Capital	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Reservas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Acciones Preferenciales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
4. Capital Social	83,6	240.702,0	235.754,0	220.189,0
Total X	83,6	240.702,0	235.754,0	220.189,0
XI. Total Pasivo y Patrimonio	103,5	297.965,0	287.625,0	274.948,0
Tipo de Cambio		USD1 = COP2880,24	USD1 = COP3000,71	USD1 = COP3149,47

n.a.: no aplica.

Fuente: Valores Bancolombia.

**Valores Bancolombia S.A.**

**Pérdidas y Ganancias**

(COP millones)	31 mar 2017 3 meses (USD millones)	3 meses	31 dic 2016 Cierre Fiscal	31 dic 2015 Cierre Fiscal
1. Interés Neto de Interés	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Comisiones	7,9	22.792,0	83.506,0	75.339,0
3. Banca de Inversión	3,3	9.579,0	34.332,0	32.078,0
4. Transacciones Principales	1,8	5.079,0	15.514,0	11.841,0
5. Administración de Activos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Otros Ingresos	4,8	13.902,0	90.541,0	38.165,0
7. Ingresos Netos	17,8	51.352,0	223.893,0	157.423,0
8. Gastos del Personal	7,6	21.851,0	84.166,0	79.067,0
9. Otros Gastos Administrativos	7,1	20.378,0	94.362,0	66.410,0
10. Utilidad Operativa	3,2	9.123,0	45.365,0	11.946,0
11. Ingresos/Egresos no Recurrentes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
12. Utilidad Antes de impuestos	3,2	9.123,0	45.365,0	11.946,0
13. Impuestos	1,7	4.775,0	10.911,0	2.334,0
14. Otros Ajustes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
15. Utilidad Neta	1,5	4.348,0	34.454,0	9.612,0

n.a.: no aplica.

Fuente: Valores Bancolombia.

**Valores Bancolombia S.A.**

**Análisis de Indicadores**

(COP millones)	31 mar 2017 3 meses	31 dic 2016 Cierre Fiscal	31 dic 2015 Cierre Fiscal
<b>A. Rentabilidad</b>			
1. Gastos de Administración/Ingresos Netos	82,23	79,74	92,41
2. Utilidad Operativa/Ingresos Netos	17,77	20,26	7,59
3. Utilidad Operativa/Patrimonio (promedio.)	15,32	19,90	n.a.
4. Utilidad Neta/Patrimonio (promedio.)	7,30	15,11	n.a.
<b>B. Patrimonio (Fin de año)</b>			
1. Generación Interna de Capital	7,30	15,11	n.a.
2. Patrimonio/Activos Totales	80,78	81,97	80,08
3. Patrimonio/Activos	80,78	81,97	80,08
4. Apalancamiento Ajustado	0,69	0,68	0,68
<b>C. Capital Neto del Concesionario</b>			
1. Capital Neto	n.a.	n.a.	n.a.
2. Exceso Neto de Capital	n.a.	n.a.	n.a.
3. Capital Neto/Capital Neto Requerido	n.a.	n.a.	n.a.

n.a.: no aplica.

Fuente: Valores Bancolombia.

**Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, 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. FITCH 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 FITCH.

Derechos de autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual 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 Fitch 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 independiente 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 e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch 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 y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. 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. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch 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 o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones 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. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch 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 USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".