

Provincia de La Rioja

Informe Integral

Calificaciones

Emisor:

Largo Plazo en escala nacional	BBB(arg)
Corto Plazo en escala nacional	A3(arg)

Perspectiva

Positiva para la calificación de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de La Rioja (PLR)

	31 Dic 2015p	31 Dic 2014
Ingresos Operativos (\$ millones)	11.161,1	8.199,1
Deuda (\$ millones)	1.445,1	1.346,3
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	11,6	12,7
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	2,8	2,4
Deuda/ Balance Corriente (x)	1,2	1,5
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	9,8	9,2
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	17,6	23,4
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	3	-0,9
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	55,8	41,1

p: datos provisorios

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.charini@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Cambio de Perspectiva: FIX cambió la perspectiva a Positiva desde Estable de la calificación de largo plazo de la Provincia de La Rioja (PLR). FIX considera que la Provincia ha demostrado una comprobada disciplina fiscal a lo largo del período analizado, con razonables márgenes operativos, indicadores de liquidez y deuda; aunque analizará los términos y condiciones de una posible deuda en el mercado internacional por hasta USD 300 millones con su correspondiente impacto en los indicadores de solvencia.

Alta dependencia de ingresos discrecionales de Nación: la PLR tiene una alta dependencia a las transferencias del gobierno nacional; los recursos propios representan un bajo 10,2% de los ingresos operativos en el 2015. FIX opina que la PLR se encuentra expuesta a una mayor volatilidad que la media provincial debido a que esta dependencia no es sólo con los recursos que se distribuyen en forma automática (coparticipación), sino también a los discrecionales como los Aportes del Tesoro Nacional (ATN). Si bien estos envíos se basan en la pérdida de un punto de coparticipación en 1988, anualmente la PLR debe negociar con el Gobierno Nacional el monto a percibir al año siguiente. En el año 2015, los ATN representaron un 10% de los ingresos operativos y si se adicionan otras transferencias discrecionales este indicador se eleva a un 13,9%. Se observa una menor exposición a transferencias discrecionales, mientras en 2011 representaban el 21,9% de los ingresos operativos, a 2015 se redujo a un 13,9%.

Bajo nivel de endeudamiento: en los últimos años se observa una mejora en el nivel de apalancamiento, en el 2015 la deuda versus los ingresos operativos fue de 12,9% frente a un 20,6% en el 2011. En el corto plazo la PLR tiene intenciones de acceder al mercado de capitales para financiar obras de infraestructura, teniendo autorizado operaciones de crédito público por hasta USD 300 millones. FIX estima que el indicador de apalancamiento ascenderá al 47% en el año 2017 bajo el supuesto de que la PLR coloque la totalidad de lo autorizado, ratio superior al consolidado provincial a diciembre de 2015 (29,8%). Al cierre del ejercicio a pesar de la emisión de deuda, sus requerimientos de corto plazo continuarán siendo sostenibles.

Buenos márgenes operativos aunque potencialmente volátiles: La PLR en los últimos 5 años presenta buenos balances operativos, pero altamente dependientes de los ingresos discrecionales transferidos por la Nación. En el 2015 fue del 11,6% y si se lo ajusta por el 50% de las transferencias de ATN que recibe la provincia, el mismo se reduce a un 5%. Al 30/09/2016 se observa un menor crecimiento del margen operativo por el fuerte crecimiento del gasto operativo. FIX entiende que la PLR logrará mantener un nivel de margen operativo adecuado aunque monitoreará la evolución del gasto corriente como el nivel de participación de los ATN.

Adecuada posición de liquidez: en el 2015 el saldo de caja y bancos sobre ingresos operativos se ubicó en el 7,8% frente a un 7,9% en el 2014. Por su parte la deuda flotante representaba 5,9% de los ingresos operativos de La Rioja en el 2015, con una marcada reducción en los últimos años. Cabe mencionar que la PLR ha transferido su régimen de pensiones a la Nación, por lo que la Provincia no debe manejar una fuerte erogación en el pago de pensiones.

Estructura económica dependiente de la administración pública: la PLR presenta una economía en general con una actividad de bajo valor agregado y con una importante participación del empleo público, lo que condiciona aún más la limitada autonomía financiera de la provincia. FIX opina es necesario que al esfuerzo del sector público, se le complemente una actividad privada más dinámica y de mayor valor agregado.

Sensibilidad de las calificaciones

Nuevo endeudamiento: de contraer deuda con términos y condiciones razonables a la estructura fiscal-financiera que no afecte la sostenibilidad de la Provincia, en conjunto con buenos niveles de márgenes operativos como los registrados en los últimos años podrían derivar en una acción a la suba de la calificación.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Debilidad	Neutral	Estable	Neutral	Neutral
Tendencia	Estable	Neutral	Estable	Estable	Negativo

Fuente: FIX

Principales Factores de Calificación

Fortalezas:

- Buenos márgenes operativos aunque potencialmente volátiles por la dependencia de transferencias discrecionales.
- Bajo nivel de endeudamiento en términos del presupuesto y adecuada sostenibilidad.

Debilidades:

- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional, con importante peso de las transferencias discrecionales.
- Estructura del gasto rígida, alta exposición a las presiones inflacionarias y salariales.
- Débiles indicadores socio-económicos. Economía débil, poco diversificada y con baja capacidad contributiva.
- Fuerte requerimiento de inversión en infraestructura

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 2016 sea similar en un contexto de importantes desafíos macroeconómicos.

Crterios Relacionados

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

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 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 reciente publicación de 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.

Provincia de La Rioja

De acuerdo a la Constitución de la Provincia de La Rioja (PLR), la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, autorizándose una única reelección inmediata.

El Poder Legislativo provincial está compuesto por la Cámara de Diputados que cuenta con 36 miembros. La mitad de la cámara se renueva por voto popular cada dos años y cada miembro ejerce funciones por cuatro años. Por su parte el Poder Judicial es ejercido por un Tribunal Superior de Justicia y demás tribunales o jurados que las leyes establezcan.

La Provincia se encuentra dividida en 18 departamentos que coinciden con los municipios. Todos los municipios deben dictar su carta orgánica y el gobierno se compone de un departamento ejecutivo y otro deliberativo. Se reconoce la autonomía institucional, política, administrativa, económica y financiera de cada municipio. En este sentido comenzó a regir a partir de enero de 2016 la nueva ley de distribución de recursos provinciales a municipios. La misma transfiere en forma automática a los municipios el 15% del total de los recursos que ingresan a las arcas de la PLR por Coparticipación Federal e Ingresos Brutos, Automotores y Acoplado.

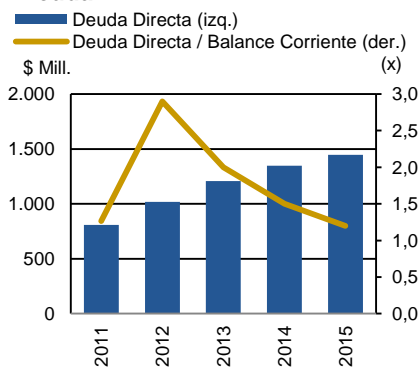
Deuda y Liquidez

En diciembre de 2015, la deuda consolidada ascendió a \$ 1.445,1 millones, superior en un leve 7,33% a la registrada en el 2014, por un aumento de la deuda con entidades financieras y organismos internacionales. Durante los últimos cinco años, el stock de deuda provincial creció en términos nominales, aunque el importante incremento de los ingresos le permitió mantener un muy buen nivel de apalancamiento, un 12,9% con respecto a los ingresos corrientes en el año 2015 (ver Gráfica 1).

Al 30/09/2016, la deuda consolidada ascendió a \$ 1.514,6 millones, equivalente a un 16,5% superior con respecto a los datos registrados para igual periodo del año 2015. Este aumento nominal se explica principalmente por aumento de deuda con bancos que representa el 33,6%, y con Organismos dependiente del Gobierno nacional, que alcanza el 32,7%. La provincia no tiene entregados avales ni garantías a organismos descentralizados ni empresas públicas.

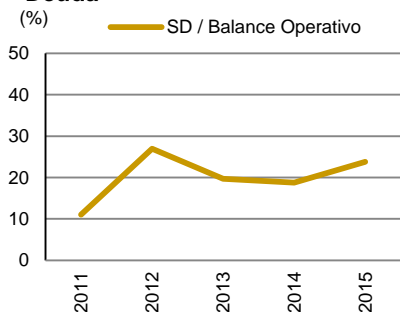
El Acuerdo para el Nuevo Federalismo determinó la devolución progresiva de la retención del 15% de la masa coparticipable a las provincias que previamente se destinaba a financiar la Anses. Asimismo, fijó que durante 2016 las provincias podrían acceder a un 6% adicional por medio de un crédito con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (Anses) y en 2017 un 3%

Gráfica 1: Evolución de la Deuda



Fuente: Provincia de La Rioja

Gráfica 2: Sostenibilidad de Deuda



Fuente: Provincia de La Rioja

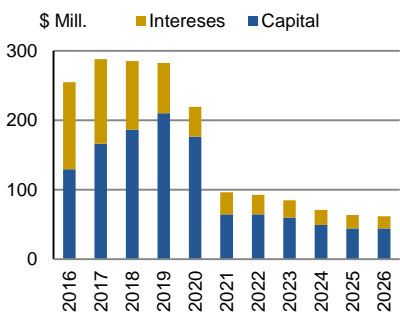
adicional. Se prevé la devolución del crédito en un solo pago al cuarto año, y devenga la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés. Estos créditos no fueron tomados por la PLR en el 2016 (que equivaldría a \$ 585 millones) y el Presupuesto 2017 no estima utilizarlo en 2017.

Respecto a la sostenibilidad de deuda, la Provincia cuenta a diciembre de 2015 con un indicador razonable de deuda consolidada respecto al balance corriente de 1,2x (veces), que compara muy favorablemente con el consolidado provincial que es de 6.3x a esa fecha, aunque ha presentado cierta volatilidad en los últimos años. Si asumimos un balance operativo ajustado en parte por las transferencias que recibe la Provincia con cierta discrecionalidad, este indicador representaría 2,76x, nivel que continúa por debajo de la media provincial.

Los servicios de deuda con relación al ahorro operativo son bajos, dado que la Provincia cuenta con niveles razonables de deuda y términos y condiciones ventajosos. En promedio en los últimos tres años los servicios de deuda representaron un bajo 20,8%. En agosto de 2010 la PLR se adhirió al Programa de Desendeudamiento Provincial lanzado por el Gobierno Nacional mediante el cual reestructuró gran parte de su deuda a dicha fecha, mejorando la carga de deuda provincial y el perfil de vencimiento (ver gráfico 2). Sin embargo, FIX al asumir un ahorro operativo más conservador en función de la discrecionalidad de ciertas transferencias que recibe la Provincia, estos servicios de deuda se elevarían a un 60,6% del balance operativo.

El plazo máximo de la deuda de La Rioja vigente y en trámite de contratación, se extiende hasta el año 2041, aunque el 60,45% de los vencimientos de la misma se encuentra concentrado en el período 2016-2020 (ver gráfico 3).

Gráfico 3: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia de La Rioja

La composición de la deuda es favorable en cuanto a moneda y acreedor: a diciembre de 2015, sólo el 30,6% de la deuda se encontraba denominada en dólares y el 23,2% estaba contraída con el gobierno nacional a través del Programa Federal de Desendeudamiento. Sin embargo, cabe destacar que esta última participación ha disminuido en los últimos cinco años, en el 2009 la deuda por el Programa Federal de Desendeudamiento representaba un 56,2%. Actualmente se incrementó el peso de las deudas con entidades financieras. Se espera que frente a la emisión de deuda internacional por hasta USD 300 millones, la deuda en moneda extranjera alcance aproximadamente el 76,5% en 2017.

FIX estima que en términos de apalancamiento los indicadores seguirán siendo adecuados. Respecto a los niveles de sostenibilidad de deuda a futuro dependerá de la capacidad de la Provincia de mantener balances operativos positivos y dentro del promedio de los registrados en los últimos tres años lo que le permitiría afrontar sus compromisos de deuda. Si bien el Ejecutivo provincial tiene autorización legislativa para emitir títulos por hasta USD 300 millones, las autoridades han planteado la intención de colocar en una primera etapa USD 150 millones.

Liquidez

Al cierre del 2015 el saldo de caja y bancos sobre ingresos operativos se ubicó en el 7,8% frente a un 7,9% en el 2014. Adicionalmente, la deuda flotante se mantiene en niveles adecuados y estables en los últimos dos años; al cierre de 2015, esta deuda representó 5,9% de los ingresos operativos y 23,9 días del gasto primario. Estos ratios al septiembre de 2016 alcanzaron 8,5% y 33,9 días.

Durante el año 2015 la Provincia contó con autorización legislativa para emitir hasta \$500 millones por el Programa de Letras de Corto plazo pero no fueron utilizadas. Las anteriormente emitidas, en el año 2014, se encuentran totalmente canceladas. Adicionalmente durante el año 2016 la Provincia utilizó un solo adelanto de coparticipación que fue cancelado inmediatamente.

Contingencias

La Rioja no tiene contingencias previsionales ya que la caja de previsión social la tiene cedida al gobierno nacional. Sólo hay un sector muy pequeño de jubilados que no fueron transferidos al sistema nacional. La Provincia no tiene entregados avales ni garantías a organismos descentralizados ni empresas públicas.

Por su parte, el sector público provincial que no consolida presupuestariamente con la administración central y los organismos descentralizados, consta de 33 empresas públicas, constituidas con el fin de promover inversiones y generación de empleos en la Provincia y complementar al sector privado. Las mismas cuentan con activos totales de aproximadamente USD 257 millones. Estas empresas generalmente han producido resultados positivos. Los posibles pasivos podrían surgir en situaciones de tensión especialmente para el banco (Nuevo Banco de La Rioja), propiedad total de La Rioja desde 2015 y de la deuda de las empresas públicas de propiedad total (SAPEM) cuyas responsabilidades alcanzaron USD135 millones en 2014. A continuación se detallan las empresas más relevantes:

Empresa	Sector	Activos Totales	Patrimonio Neto	Resultado Operativo	Ingresos
Banco de La Rioja	Banca	1871	309,7	282	99,2
Parque Eólico Arauco SAPEM	Energía Eólica	696,7	621,1	58,7	39,3
Agroandina S.A	Agroindustria	265	236	-10,9	-24,2
Elargas SAPEM	Producción Gas	211,2	34,2	-1,2	-4,9
Energía Riojana-ERSA	Servicio Públicos	181,3	71	68,9	68,9
La Rioja telecomunicaciones SAPEM	Telecomunicaciones	179	160,1	3,7	3,5
Granjas Riojanas SAPEM*	Agroindustria	155,7	114,9	9,4	-12,5

* SAPEM-Sociedades Anónimas con Participación Estatal Mayoritaria o Empresas con participación estatal

El 17 de junio de 2007, la ANSES demandó a la Provincia ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación, solicitando la recaudación de sumas presuntamente depositadas en el ex Banco de la Provincia de La Rioja SA por \$ 52 millones a la fecha de liquidación de dicha entidad, que ocurrió en 1991. En marzo de 2014, el monto de la reclamación alcanzó \$106 millones

Desempeño presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se consideraron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2011-2014, provisorio 2015 y parciales a septiembre de 2016 bajo el esquema de la Ley de Responsabilidad Fiscal presentados al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados de la Administración Central y Organismos Descentralizados, sin considerar Instituciones de la Obra Social a efectos de contar con información comparativa con el consolidado provincial.

Ingresos operativos

La estructura de ingresos operativos de la PLR tiene como principal característica su limitada capacidad de generar recursos propios, tal como ocurre con otras economías pequeñas, de población escasa y baja capacidad contributiva. El ratio de ingresos propios sobre el total de ingresos operativos promedia en los últimos cinco años en apenas un 10,2% comparado con el 42% de la media provincial sin considerar a la Ciudad de Buenos Aires. A septiembre dicho indicador alcanzó el 9,7%. FIX estima que este indicador se reducirá a futuro debido al Acuerdo para el Nuevo Federalismo que determinó la devolución progresiva de la retención del 15% de la masa coparticipable a las provincias que previamente se destinaba a financiar la Anses. Este año comenzó la distribución del 3%, en el 2016 se elevará al 6%, y así progresivamente hasta llegar al total (15%). Debido a que esto incrementará los recursos provinciales de origen federal, se prevé que los niveles de autonomía fiscal se comprimirán aún más, aunque se reducirá la

exposición a los recursos de índole discrecional, debido a que los recursos coparticipados son diarios y automáticos de acuerdo al índice de participación de cada provincia.

Sin embargo, la Provincia se encuentra trabajando en mejorar sus niveles de recaudación, a través de entrecruzamiento de bases de datos, reducción de la morosidad e informalidad y revaluaciones fiscales que permitan incrementar la base de recaudación de los impuestos patrimoniales (inmobiliario y automotor) para el año 2017. Adicionalmente, la PLR implementó una moratoria en 2015 que implicó una recaudación adicional de \$60 millones.

Tabla 1: Ingresos Operativos

(millones de pesos corrientes)

	2011	2012	2013	2014	2015*	% Part 2015	Tmac 11-15
- Ingresos Brutos	188,8	243,6	314,5	478,2	733,0	6,5	40,7
- Inmobiliario	4,9	5,3	5,1	12,8	16,7	0,1	36,8
- Sellos	3,9	29,0	48,0	59,6	86,2	0,7	157,9
- Patentes	25,8	33,5	41,3	51,4	89,2	0,8	38,1
Ingresos tributarios locales	223,6	311,4	408,8	602,1	925,1	8,2	41,9
Vta. de bienes y servicios	104,9	130,6	160,3	200,0	119,0	1,0	16,0
Ingresos no tributarios locales	16,0	13,7	18,9	18,2	80,6	0,7	72,4
- Coparticipación	2.136,2	2.662,6	3.227,3	4.398,5	5.708,7	51,1	29,2
- Otras partic. federales	580,5	722,3	1.259,4	1.729,3	2.776,5	24,8	45,8
Ingresos federales	2.716,8	3.384,9	4.486,7	6.127,7	8.485,3	76,0	33,2
Transferencias corrientes (incluye ATN)	856,1	688,0	965,9	1.261,8	1.551,1	13,9	22,1
Total ingresos operativos^a	3.917,4	4.528,6	6.040,6	8.199,1	11.161,1	100,0	31,1

^a – no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados); * – Provisorio inicial; tmac – tasa media anual nominal de crecimiento

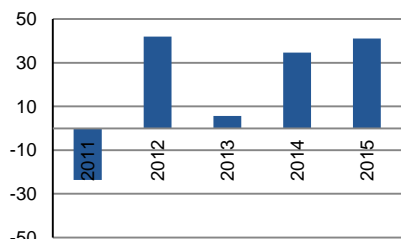
Fuentes: Provincia de La Rioja

Otra característica de la estructura de ingresos de La Rioja, pero común al total de las provincias argentinas, es su fuerte componente pro-cíclico, explicado por la alta participación y el origen de los fondos coparticipables (provenientes mayormente del IVA y el Impuestos a las Ganancias) y los principales tributos de origen provincial (ingresos brutos y sellos), todos ellos vinculados al nivel de actividad económica. Cabe destacar que el gobierno provincial logró re-incorporar en el año 2012 el impuesto a los sellos, que había sido derogado en 1996.

En el 2015, los ingresos operativos de la PLR ascendieron a \$ 11.161 millones, equivalente a un crecimiento nominal de 36,1% respecto al año anterior. Esto fue explicado por una suba simultánea de la coparticipación (38,7%), los tributos de origen provincial (38,7%) y las transferencias corrientes (22,9%).

Gráfica 4: Variación Ingresos por ATN presupuestados

% Crec. nominal anual



Fuente: Provincia de La Rioja

FIX advierte la potencial inestabilidad de estas transferencias corrientes recibidas, ya que en promedio, el 74% se explican por aportes discrecionales (ver Gráfico 4). Las autoridades provinciales informaron que gran parte de estas transferencias tienen su origen en una forma compensatoria de la histórica pérdida de un punto porcentual en la distribución de la coparticipación federal de impuestos en el año 1988. FIX considera que son de gran importancia para la operatoria provincial pero tienen un fuerte carácter discrecional y que requieren de negociaciones anuales para que sean incorporadas en el Presupuesto Nacional.

A septiembre de 2016, los ATN representan el 12,4% de los ingresos operativos. A diciembre de 2015, esta relación fue de un 10,0%. Esto prueba la fuerte dependencia que tiene PLR de los ingresos nacionales.

En función de lo expuesto, FIX realiza cierto ajuste de los ingresos operativos, equivalente al 50% de los ATN recibidos anualmente, para evaluar la sustentabilidad de la Provincia en un escenario crítico de fuertes restricciones en las transferencias corrientes por parte de la Nación.

El Presupuesto 2016 estima una suba nominal de los ingresos operativos del 27,6% respecto a lo ejecutado en 2015. Al tercer trimestre de 2016 se observa que los ingresos operativos se encuentran en línea con lo previsto en el presupuesto para el año con una ejecución del 72,4% y un crecimiento frente a igual periodo del año anterior del 29,5%.

Gastos operativos

En cuanto a la estructura de gastos de la PLR, la misma es bastante rígida y se encuentra expuesta a las presiones salariales e inflacionarias. En promedio, durante los últimos cinco años el gasto en personal representó el 56,7% del gasto operativo de la Provincia, siguiendo en importancia las transferencias corrientes principalmente a municipios y al sistema educativo con un 32,8% y por último bienes y servicios por un 8,7%.

Sin embargo, el indicador de rigidez presupuestaria por el lado del gasto entendido como el gasto operativo con relación a los ingresos operativos se encuentra por debajo de la media provincial (88,4% en 2015 frente a un 91,3% para el consolidado provincial), lo cual no es un dato menor al considerar la importancia que tiene la administración pública (incluyendo funcionarios, docentes y médicos) como empleador en la Provincia.

En 2015 el gasto operativo de la PLR alcanzó \$ 9829,6 millones, marcando un crecimiento nominal del 37,3% respecto a 2014. Si bien el gasto en personal registró una suba del 44,1%, la mayor a la variación de los últimos cinco años; a septiembre de 2016 frente a igual periodo de 2015 se elevó un 40,6%, mostrando el peso relativo dentro de la estructura de gastos determinando una fuerte incidencia en el crecimiento del gasto operativo. No obstante, las autoridades provinciales informaron a FIX que actualmente la planta de personal permanente y transitoria se encuentra congelada, por lo que no se esperan a futuro incrementos en los gastos de personal superiores a los índices inflacionarios.

Tabla 2: Gastos Operativos

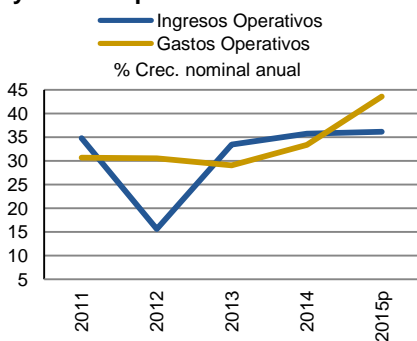
(millones de pesos corrientes)

	2011	2012	2013	2014	2015p	% Ing. Oper. 2014	Tmac 10-14
- Personal	1.799,1	2.343,4	3.009,1	4.050,6	5.835,5	52,3%	33,6
- Servicios no personales	299,4	395,3	524,4	661,4	928,0	8,3%	32,5
- Otros gastos	59,9	47,9	79,6	117,6	81,4	0,4%	12,2
- Transferencias corrientes	1.118,8	1.346,7	1.747,5	2.330,7	3.017,5	27,0%	30,9
Total gastos operativos	3.277,20	4.133,20	5.360,60	7.160,00	9.862,4	88,1%	32,2

* - presupuesto inicial

Fuente: Provincia de La Rioja

Gráfica 5: Variación Ingresos y Gastos operativos



p: datos provisionales
Fuente: Provincia de La Rioja

Para el año 2016, se prevé un aumento del gasto operativo del orden del 39,8% con relación a lo ejecutado del 2015, en el tercer trimestre de 2016 la evolución alcanzó el 41% frente a igual periodo de 2015 y con relación al presupuesto se ejecutó un 71,2%. FIX considera que es una estimación realista en un contexto inflacionario y de presiones salariales.

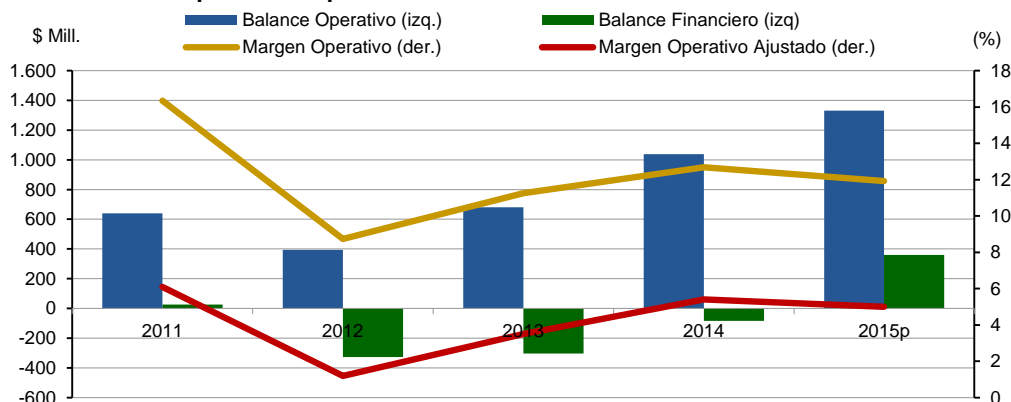
Balance operativo e inversión

Durante el período analizado, la Provincia presentó buenos balances operativos pero altamente dependientes de los ingresos transferidos de la Nación. El margen operativo (ahorro operativo sobre ingresos operativos) de La Rioja en el año 2015 fue del 11,6% frente al 12,7% registrado en 2014 (ver Gráfico 6).

Sin embargo, dada la discrecionalidad de ciertos ingresos corrientes, tal como se mencionara anteriormente, FIX realizó un ajuste del balance operativo por un 50% de las transferencias de Aportes No Reintegrables que recibe la Provincia (ver Gráfico 6). Con dicho ajuste el margen operativo en el 2015 se reduce desde un 11,6% al 5% considerado aún un nivel razonable para el

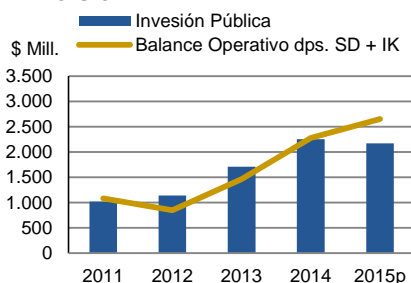
rango de calificación.

Gráfica 6: Desempeño Presupuestario



p: datos provisorios
 Fuente: Provincia de La Rioja

Gráfica 7: Ahorro e Inversión



p: datos provisorios
 Fuente: Provincia de La Rioja

En el año 2015 se registró un buen superávit financiero producto del incremento en los ingresos propios como discrecionales por transferencias. FIX estima que se sostendrá el superávit financiero en el futuro, si bien al tercer trimestre se evidencia un crecimiento significativo, este se basa fundamentalmente en la casi paralización de los gastos de capital. Por su parte, en el 2012 y 2013 se registró un déficit principalmente por un importante crecimiento en inversiones de capital (50%) (ver Gráfico 6). En el período analizado, el ahorro operativo más las transferencias de capital recibidas de parte del gobierno nacional permitieron a la PLR financiar gran parte de la obra pública (ver Gráfico 7) y mantenerla en un buen nivel (ratio de inversión sobre gasto total del 21,9% promedio en los últimos 5 años).

Según el Presupuesto 2016, el margen operativo de la PLR se estima en un adecuado 9,1%, mientras que al cierre del tercer trimestre del presente año se observa una tendencia positiva alcanzando 9,8%. No obstante, a igual período de 2015, el ahorro operativo era equivalente al 17,4%, por lo que FIX observará la evolución de este indicador al cierre del año.

FIX opina que en un contexto de desaceleración económica, los ingresos operativos provinciales se verían rápidamente afectados debido a su fuerte componente pro-cíclico, mientras que los gastos operativos seguirán subiendo en un contexto de inercia inflacionaria. De esta manera, los márgenes operativos se podrían estrechar aunque FIX espera se mantengan en niveles razonables para el rango de calificación.

Según el Presupuesto 2016, se espera una inversión provincial equivalente al 21% de los ingresos operativos, aunque se encontrará supeditada en gran medida a la ejecución de las transferencias por parte del gobierno nacional. A septiembre de 2016 este indicador alcanza el 9,7%, por lo que no se espera que pueda finalizar el año alcanzando la meta presupuestaria. Para los próximos años, las autoridades provinciales tienen expectativas de aumentar la inversión pública principalmente en obras hidráulicas, vivienda, de redes cloacales y eléctricas a través del financiamiento en el mercado de capitales.

Gestión y Administración

El actual Gobernador de la PLR es Sergio Casas, que está cumpliendo su primer mandato y fue electo en julio de 2015 con el 52,7% de los votos, lo que demostró el fuerte apoyo popular. Casas pertenece al partido político Frente para la Victoria (FPV). FIX entiende que el actual Gobernador dará continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones del FPV en la Provincia.

El Congreso Provincial está compuesto de 36 diputados. El FPV tiene 30 bancas, con lo que cuenta con una amplia mayoría legislativa.

FIX considera que actualmente existen necesidades de infraestructura lo cual incrementará el nivel de deuda de la Provincia. Si bien se entiende existe cierto margen de endeudamiento, es importante analizar si los términos y condiciones de la nueva deuda se adecuan a la estructura fiscal y financiera de la Provincia, sin que se afecte la capacidad de repago.

Perfil socio-económico

Población

La PLR está ubicada en la región noroeste de la Argentina. Su capital es la ciudad de La Rioja. La superficie provincial representa el 3,2% de la nacional.

Según el censo 2010, la población de La Rioja era de 333.642 habitantes, lo que representó un crecimiento del 15,1% respecto a lo registrado en el censo 2001, por encima del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. No obstante, la población riojana al año 2010 siguió explicando una baja proporción de la población argentina, apenas un 0,8%.

Economía

La economía riojana es pequeña, según datos de 2014, ésta aportaba sólo el 0,5% al Producto Bruto Nacional. Cabe destacar, sin embargo, que la economía de La Rioja en 2014 creció un 41,7% nominal comparado con el año 2013, muy por encima del crecimiento real registrado a nivel nacional. El crecimiento real, descontada la inflación, fue del 12,2% en 2014, 23,6% en 2013, 17,8% en 2012 y 24,8% en 2011, muy por encima del promedio nacional.

La Rioja, como todas las provincias argentinas, posee una estructura económica dominada por el sector de servicios: representa el 77,6% del producto provincial. La particularidad de La Rioja respecto a las provincias de mayor envergadura, es la importancia relativa de su sector público (incluyendo administración pública, servicios educativos, sanitarios y sociales) dentro de la economía provincial: éstos representan de manera consolidada el 31,3% del producto riojano mientras que a nivel nacional, lo hacían en un 12,6%.

Por su parte, el sector manufacturero representa aproximadamente el 10,65% del producto riojano cuando a nivel nacional es del 17,3%, lo que refleja una economía provincial todavía muy dependiente de la administración pública y poco industrializada. Las principales manufacturas riojanas son las relacionadas con el procesamiento de los principales productos primarios de la Provincia: vid y olivos.

Desempleo y pobreza

Históricamente la PLR mostró indicadores socioeconómicos relativamente débiles. De hecho, a datos de 2013, el producto per cápita riojano apenas llegaba a la tercera parte de la media nacional. Sin embargo, el crecimiento económico promedio evidenciado en los últimos años, combinado con la mayor cobertura de servicios sociales, permitió que los indicadores socioeconómicos riojanos mejoraran, sobretodo en términos de pobreza y desempleo.

De acuerdo a los últimos datos de pobreza publicados por el INDEC, al 30 de junio de 2016, la proporción de personas y hogares bajo la línea de pobreza en la Ciudad de la Rioja es del 26,5% y 35,8% respectivamente, contra un 23,1% y 23,2% a nivel nacional. Asimismo la tasa de desempleo a diciembre del año 2015 fue del 4,9%.

FIX opina que para contar con buenos indicadores afianzados en la sociedad riojana es necesario que al esfuerzo del sector público, se le complemente una actividad privada más dinámica y de mayor valor agregado.

Anexo A

Provincia de La Rioja

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2011	2012	2013	2014	2015p	9m 2015	9m 2016
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	2.940,4	3.696,3	4.895,6	6.719,0	9.410,3	6.828,7	8.539,7
Otras transferencias Corrientes recibidas	856,1	688,0	965,9	1.261,9	1.551,1	1.018,3	1.647,0
Tasas, derechos y otros ingresos operativos	120,8	144,3	179,2	218,2	199,6	118,0	125,8
Ingresos Operativos	3.917,3	4.528,6	6.040,7	8.199,1	11.161,1	7.964,9	10.312,5
Gasto operativo	-3.277,2	-4.133,2	-5.360,6	-7.160,0	-9.829,6	-6.593,1	-9.268,0
Balance Operativo	640,1	395,4	680,1	1.039,1	1.331,5	1.371,7	1.044,5
Intereses cobrados	6,6	20,5	12,0	0,0	13,5	0,0	0,0
Inereses pagados	-41,2	-58,6	-73,8	-113,5	-135,7	-54,3	-102,8
Balance Corriente	605,5	357,2	618,4	925,7	1.209,3	1.317,4	941,7
Ingresos de capital	443,6	451,4	784,9	1.241,0	1.352,7	943,2	679,1
Gasto de capital	-1.022,6	-1.141,5	-1.707,1	-2.249,9	-2.169,0	-1.481,6	-995,8
<i>Balance de capital</i>	<i>-578,9</i>	<i>-690,2</i>	<i>-922,1</i>	<i>-1.008,9</i>	<i>-816,4</i>	<i>-538,5</i>	<i>-316,6</i>
Balance Financiero	26,5	-332,9	-303,8	-83,2	393,0	778,9	625,1
Nueva deuda	125,2	171,7	204,5	191,8	14,5	8,9	615,0
Amortización de deuda	-29,2	-47,9	-60,3	-81,8	-181,3	-145,2	-45,0
<i>Endeudamiento neto</i>	<i>95,9</i>	<i>123,7</i>	<i>144,3</i>	<i>110,0</i>	<i>-166,9</i>	<i>-136,3</i>	<i>570,0</i>
Resultado Final	122,5	-209,2	-159,5	26,8	226,1	642,7	1.195,2

DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	809,8	1.018,2	1.207,3	1.346,3	1.445,1	1.300,0	1.514,6
Deuda Directa	809,8	1.018,2	1.207,3	1.346,3	1.445,1	1.300,0	1.514,6
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	809,8	1.018,2	1.207,3	1.346,3	1.445,1	1.300,0	1.514,6
- Liquidez	910,9	564,9	390,9	643,8	871,7	1025,6	1.730,0
Riesgo Directo Neto	-101,1	453,3	816,4	702,5	573,4	1.300,0	-215,4
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	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	0,0
Riesgo Final Neto	-101,1	453,3	816,4	702,5	573,4	1.300,0	-215,4

Datos sobre Riesgo Directo

% moneda extranjera	6,8	10,5	16,4	20,6	30,5	23,8	24,4
% no bancaria	65,8	58,3	57,8	42,4	33,1	59,0	42,0
% tasa de interés fija	59,0	78,6	74,8	63,0	63,7	59,0	66,1

p - datos provisorios.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de La Rioja – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Anexo B

Provincia de La Rioja

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2011	2012	2013	2014	2015p	9m 2015	9m 2016
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	16,3%	8,7%	11,3%	12,7%	11,9%	17,2%	10,1%
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	15,4%	7,9%	10,2%	11,3%	10,8%	16,5%	9,1%
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	0,6%	-6,7%	-4,4%	-0,9%	3,1%	8,7%	5,7%
Resultado final/Ingresos totales (%)	2,8%	-4,2%	-2,3%	0,3%	1,8%	7,2%	10,9%
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	34,8%	15,6%	33,4%	35,7%	36,1%	19,8%	29,5%
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	34,4%	26,1%	29,7%	33,6%	37,3%	14,0%	40,6%
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	39,6%	-41,0%	73,1%	49,7%	30,6%	64,5%	-28,5%
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	6,2%	20,5%	15,7%	10,3%	6,8%	-2,7%	14,2%
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,1%	1,3%	1,2%	1,4%	1,2%	0,7%	1,0%
Balance operativo/Intereses pagados (x)	15,5	6,7	9,2	9,2	9,8	25,2	10,2
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	1,8%	2,3%	2,2%	2,4%	2,8%	2,5%	1,4%
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	11,0%	26,9%	19,7%	18,8%	23,8%	14,5%	14,1%
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	20,6%	22,4%	19,9%	16,4%	12,9%	12,2%	11,0%
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	20,6%	22,4%	19,9%	16,4%	12,9%	12,2%	11,0%
Deuda directa/Balance corriente (x)	1,3	2,9	2,0	1,5	1,2	0,7	1,2
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	1,3	2,9	2,0	1,5	1,2	0,7	1,2
Riesgo final neto/Ingresos corrientes (%)	-2,6%	10,0%	13,5%	8,6%	5,1%	3,4%	-2,1%
Deuda directa/PBG (%)	9,6%	10,2%	9,8%	7,7%	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	2.427,2	3.051,8	3.618,6	4.035,2	4.331,2	3.896,2	4.539,6
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	75,1%	81,6%	81,0%	81,9%	84,3%	85,7%	82,8%
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	7,6%	8,4%	8,4%	9,0%	9,8%	10,0%	10,2%
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	21,9	15,2	16,0	15,4	13,9	12,8	16,0
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	89,7%	90,6%	88,3%	86,9%	89,1%	89,4%	93,8%
Ingresos totales ^b per capita (\$)	13.090,4	14.987,4	20.494,0	28.294,2	37.546,9	35.599,2	43.925,7
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	54,9%	56,7%	56,1%	56,6%	59,4%	61,4%	61,4%
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	34,8%	32,6%	33,0%	32,9%	30,7%	28,6%	28,5%
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	23,4%	21,2%	23,7%	23,4%	17,6%	17,9%	9,6%
Gasto de capital/PBG (%)	12,1%	11,4%	13,8%	12,9%	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	13.098,6	16.128,9	21.585,2	28.788,6	36.912,6	33.066,7	41.607,4
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	59,2%	31,3%	36,2%	41,1%	55,8%	88,9%	94,6%
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	43,4%	39,5%	46,0%	55,2%	62,4%	63,7%	68,2%
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	9,4%	10,8%	8,5%	4,9%	-7,7%	-9,2%	57,2%

p – datos provisorios.

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de La Rioja – Esquema bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 27 de diciembre de 2016 confirmó las siguientes calificaciones deuda de corto y largo plazo a la Provincia de La Rioja. Adicionalmente, FIX cambió la perspectiva a Positiva desde Estable de la calificación de largo plazo de la Provincia.

FIX considera que la Provincia ha demostrado una comprobada disciplina fiscal a lo largo del período analizado, con razonables márgenes operativos, indicadores de liquidez y deuda, aunque analizará los términos y condiciones de una posible deuda en el mercado internacional por hasta USD 300 millones con su correspondiente impacto en los indicadores de solvencia.

Detalle	Calificación	Perspectiva	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor: Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Positiva	BBB(arg)	Estable
Emisor: Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica

Categoría BBB(arg): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría A3(arg): indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

Notas: 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 de carácter privado al 30/9/2016. Asimismo se utilizó la siguiente información pública disponible en <http://www.larioja.gov.ar/> y [www.mecon.gov.ar:](http://www.mecon.gov.ar/)

- Ejecuciones presupuestarias 2011-2014 y provisoria 2015 y 30/9/2016.
- Stock de deuda para el período 2011-2015 y al 30/9/2016.

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

Informes relacionados

- Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Informes disponibles en 'www.fixscr.com'

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.

