

Provincia de Santa Fe

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional	AA(arg)
Corto Plazo en Escala Nacional	A1+(arg)

Instrumentos de Deuda

Programa Letras vto. 2016 por hasta \$ 1.200 millones	A1+(arg)
Programa Letras vto. 2017 por hasta \$ 1.200 millones	A1+(arg)

Perspectiva

Estable para calificación de largo plazo

Información Financiera

Provincia de Santa Fe

	31 Dic 2016p	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	82.521	66.851
Deuda Directa (\$ millones)	7.075	2.119
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	11,4	4,0
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	2,1	1,7
Deuda/ Balance Corriente (x)	0,7	0,8
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	34,1	35,6
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	10,7	9,7
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. nueva deuda) (%)	2,7	-3,7

p - Datos Provisorios

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada a Fitch Ratings" –en adelante FIX.

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

Soledad Reija
 Analista
 +54 11 5235 8138
soledad.reija@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Suba de calificación: FIX subió las calificaciones de largo plazo de la Provincia de Santa Fe (PSF) a 'AA(arg)' desde 'AA-(arg)' y la de corto plazo a 'A1+(arg)' desde 'A1(arg)' producto de la mejora en los márgenes operativos y financieros. FIX entiende que los elevados requerimientos en infraestructura podrían derivar en un mayor endeudamiento, aunque estima que el nivel de apalancamiento continuará siendo bajo y con una adecuada sostenibilidad.

Importante peso económico: la PSF es la tercera provincia argentina en términos de importancia económica y población. Su economía aporta, en promedio, el 8% del PBI nacional y los habitantes representan el 8% del total del país.

Adecuado desempeño presupuestario: FIX considera que la evolución del margen operativo se ubicará en niveles superiores a los históricos, pero que está condicionado al control del gasto. Estimamos que el margen podría ubicarse entorno al 7%, nivel inferior al 16,5% proyectado en el presupuesto dado que no incluye pautas de incremento salarial. Durante el año 2016 -datos provisorios-, el margen operativo fue del 11,4% y el superávit financiero del 2,7% impulsados por mayores recursos federales tras el fallo de la Corte Suprema de Justicia que benefició a la PSF.

Bajo nivel de endeudamiento: FIX estima que al cierre del 2017, la deuda representará un 11,6% de los ingresos presupuestados y 0,73x (veces) del balance operativo esperado por la PSF o 1,8x el balance estimado por FIX. FIX entiende que los elevados requerimientos en infraestructura podrían derivar en un mayor endeudamiento, aunque estima que el nivel de apalancamiento continuará siendo bajo y con una adecuada sostenibilidad. Al 31.12.2016 - datos provisorios- la deuda representó un muy bajo 7,5% de los ingresos corrientes o 0,7x (veces) del balance corriente.

Media flexibilidad financiera: Santa Fe, al igual que la mayoría de las provincias argentinas, presenta cierta dependencia de los ingresos federales que afecta su flexibilidad financiera en un contexto donde las jurisdicciones tienen una alta responsabilidad sobre el gasto. En 2016 los ingresos locales representaron un 37,2% de los ingresos operativos, inferior al promedio del 40,1% para el periodo 2011-2015, producto de un mayor flujo de ingresos nacionales en el marco de la devolución del 15% del Fallo de la Corte Suprema.

Composición de la deuda: la Provincia presenta un elevado porcentaje de deuda en moneda extranjera; al cierre de 2017, se estima que el 86% de la deuda esté denominada en moneda extranjera producto de la reciente emisión de USD 250 millones. Sin embargo, se debe destacar el en bajo nivel de endeudamiento y en términos muy favorables como ser deuda a largo plazo con razonables tasas de interés.

Déficit caja previsional: el peso de las Instituciones de Seguridad Social (ISS) impacta en las finanzas de la Provincia a través de un deterioro del margen operativo. La PSF logró un equilibrio operativo en los últimos años a pesar de no contar con los recursos del Gobierno Nacional para cubrir este déficit. En 2016, se observa que la Provincia reforzó su flexibilidad presupuestaria, alcanzando un margen operativo del 11,4% y del 7,1% considerando el peso de las ISS. Adicionalmente, el 26.12.2016 Nación transfirió \$ 810 millones a la Provincia con el objetivo de cubrir parte del déficit previsional del 2016, en el marco de la armonización de las

Cajas de Jubilación. Si bien, FIX registra que en el 2017 Nación sigue con estas transferencias, se monitoreará la evolución los recursos en conjunto con la evolución del gasto operativo.

Sensibilidad de la calificación

Desempeño presupuestario y endeudamiento: una política de deuda poco sustentable a la estructura fiscal-financiera de PSF como un deterioro del margen operativo que afecte la solvencia provincial podría presionar las calificaciones a la baja. Por su parte futuras subas de calificación estarían condicionadas a mantener sus niveles actuales del margen operativo y una menor composición de deuda en moneda extranjera que mitigue el riesgo de un deterioro en la capacidad de pago provincial.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

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

Nota: * conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Muy bajo nivel de endeudamiento.
- Mejora en el desempeño presupuestario en los últimos tres años.
- Peso económico provincial en el contexto nacional, basado en una economía diversificada.

Debilidades:

- Acotada flexibilidad presupuestaria, dada por las transferencias de terceros y por una mayor rigidez del lado del gasto.
- Presión del déficit de la Caja Previsional sobre el desempeño operativo provincial.
- Bajos niveles de inversión e importantes requerimientos en materia de 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. 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 impactó en 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 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 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 Santa Fe

De acuerdo a la Constitución de la PSF, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyo titular es el Gobernador, el cual es reemplazado en su ausencia por el Vicegobernador, ambos son elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, sin posibilidad de elecciones consecutivas.

Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la de senadores y la de diputados. La primera está constituida por 19 miembros y la segunda por 50. Cada miembro ejerce sus funciones por cuatro años a través del voto popular.

A su vez, la Provincia está subdividida en 19 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma. El gobierno municipal se presenta como el segundo nivel de gobierno. La Provincia se divide en 363 municipios y comunas. Las autoridades municipales (Intendente y Concejo Deliberante) son elegidas por voto popular cada cuatro años, y el Concejo es renovado por mitades cada dos años. Por su parte, las comunas son administradas por una Comisión Comunal que elige al Presidente Comunal. Las autoridades comunales son electas cada dos años.

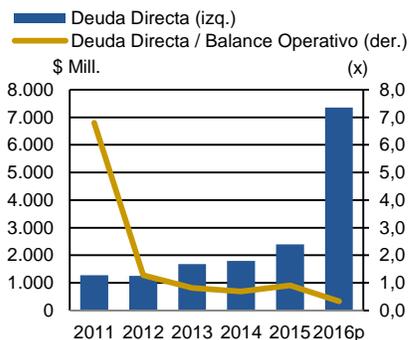
La Provincia transfiere a los Municipios los siguientes recursos: Régimen Federal de Impuestos: 13,44%, Impuesto sobre los Ingresos Brutos: 13,44%, Impuesto a la Patente Automotor: 90% de patentes del ejercicio y el 100% de patentes vencidas, Impuesto Inmobiliario Urbano y Rural: 50%, Impuesto a las Embarcaciones: 90%, Resultados Lotería: 20%, Utilidades de Casinos: 10%. La Provincia no coparticipa a Municipios y Comunas el Impuesto a los Sellos ni a los Aportes Sociales.

Deuda y Liquidez

Deuda

La PSF presenta niveles de deuda muy bajos en términos de su presupuesto e incluso en términos relativos ha registrado un desendeudamiento en los últimos años. A datos provisorios del 2016, la deuda directa consolidada ascendió a \$ 7.350 millones, un 206,5% superior a la del 2015 producto de la emisión de USD 250 millones en el mercado internacional. Asimismo, representó un bajo 7,5% de los ingresos corrientes y 0,7x (veces) el balance corriente.

Gráfico 1: Evolución de la Deuda



Fuente: Provincia de Santa Fe
p - Datos Provisorios

En el año 2015, la deuda directa ascendió a \$ 2.398 millones, registrando un crecimiento del 33,3% respecto al cierre de 2014. Esta deuda representó un muy bajo 3,6% de los ingresos corrientes del año y 0,9x el ahorro operativo. Esta prudente política de endeudamiento sumado a una estabilidad en la generación del balance operativo, le permitió a la Provincia alcanzar buenos niveles de capacidad de pago en los últimos tres años.

El 01.11.16, la Provincia emitió deuda en el mercado internacional por USD 250 millones a 10 años, a una tasa del 6,9%, siendo la más baja dentro de las emisiones de deuda subsoberana, con el objetivo de financiar proyectos de obra pública. Ese bono estaba incluido dentro del Programa de endeudamiento por hasta USD 500 millones aprobado por la Legislatura. Recientemente, el 17.03.2017, Santa Fé emitió el monto restante que ya estaba autorizado con un bono por USD 250 millones, a una tasa del 7% con un plazo de 6 años. El incremento de la deuda no afectó la solvencia de la Provincia no sólo por los bajos niveles de los cuales se partía sino también por la importante recomposición del balance operativo (ver Gráfico 1).

Respecto a la composición de la deuda al cierre de 2016, el 72,4% de la deuda provincial estaba denominada en moneda extranjera y pactada a una tasa variable, aunque esto no se presenta como un problema dado los muy bajos niveles de endeudamiento, plazos y condiciones de esta deuda. FIX entiende que de acuerdo al peso y actual sostenibilidad de deuda, Santa Fe cuenta con margen para asumir un mayor endeudamiento, siempre analizando los términos y condiciones de la misma con relación al desempeño presupuestario.

FIX estima los niveles de apalancamiento no superarán el 12% de los ingresos corrientes presupuestados al cierre del 2017 asumiendo el tipo de cambio fijado en las pautas macrofiscales, de \$19,7 al cierre del 2017. Si bien reflejaría un sensible incremento respecto al actual ratio de 7,5%, se mantiene en niveles muy adecuados para la calificación.

Respecto a la capacidad de pago, se observa una mejora en los últimos años, gracias a la combinación de un mejor desempeño operativo y una política de endeudamiento prudente. En el año 2015, los servicios de deuda versus el balance operativo representó un 42,8% frente a un 123,2% en 2011. Debido a una sustancial mejora del ahorro operativo, al cierre de 2016, el ratio se redujo al 18,4%. Por su parte, los servicios de deuda versus a los ingresos corrientes representaron muy bajos niveles, en promedio de los últimos años fue del 1,3%, siendo en 2016 del 2,1%.

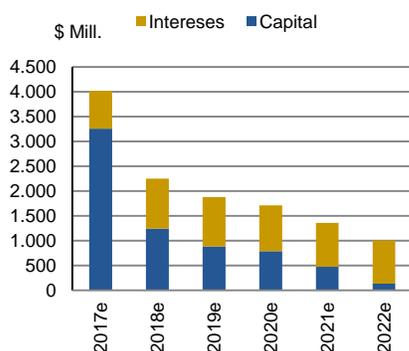
Según el cronograma de deuda y las proyecciones de FIX sobre el margen operativo, se espera estos indicadores se mantengan en los niveles actuales, debido a que FIX proyecta que la Provincia mantendrá márgenes operativos superiores al promedio de los últimos años (2011-2016). Mientras en los últimos 6 años el margen operativo promedio fue del 5,1%, FIX estima que en 2017 se ubicará en torno del 6,9%. FIX estima que los servicios de deuda sobre el ahorro operativo proyectado en 2017 subirán al 22,2% y representarán el 2,1% de los ingresos corrientes.

Liquidez

La Provincia cuenta con una posición de liquidez significativamente más holgada en 2016 respecto al año anterior. El saldo de caja fue equivalente a 9,8% de los ingresos totales frente a un 2,6% en relación al 2015. La mejora en los niveles de liquidez se debe principalmente a una mejora en el desempeño operativo que le brinda una mayor flexibilidad y a la disponibilidad de los fondos no ejecutados de la colocación de títulos en el mercado internacional.

Respecto a los niveles de deuda flotante, se evidencia una mejora en los últimos años; en el 2016 representó 34,2 días del gasto primario y 9,3% respecto de los ingresos. FIX entiende que estos indicadores son adecuados, aunque es importante monitorear su evolución con respecto a

Gráfica 2: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia de Santa Fe en base a proyecciones provinciales y supuestos de FIX

la liquidez de la Provincia. No obstante, es preciso aclarar que de la deuda flotante existente al 31/12/2016 por \$9.120 millones, el 54% correspondía a salarios y cargas sociales que son canceladas en los primeros días hábiles del ejercicio siguiente.

La Provincia puede cubrir déficits transitorios del tesoro provincial, a través de la utilización de una herramienta financiera llamada Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. Si bien, la Provincia se encuentra autorizada a utilizar las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades del sector público provincial no financiero hasta un 100%, en promedio lo utiliza un 70% y su mayor utilización se da en los días de pago de haberes. No obstante, se registra un incremento en la intensidad de su utilización, mientras en 2015 se utilizó el FUCO por un 5,3% de los ingresos totales, al 2016 el ratio se incrementó al 8,8%.

Por otro lado, la PSF emitió instrumentos de corto plazo a través del Programa de Letras con vencimiento 2015/2016 por hasta \$1.200 millones con un plazo máximo de hasta 365 días desde la fecha de emisión. Al 31.12.2016, el monto en circulación de estos instrumentos asciende a \$ 1.138.000.000, y tiene autorizado un programa por hasta \$ 1.200.000.000 para 2017.

Otro de los mecanismos para hacer frente a situaciones de falta de liquidez son adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional, que se cancelan durante el mismo ejercicio a cuenta de futuros ingresos coparticipables. Por este mecanismo de financiamiento, la PSF solicitó en enero de 2016 adelantos por \$600 millones y que fueron retenidos por Nación en marzo y abril, por lo que al cierre del ejercicio la deuda fue saldada.

Déficit Caja Previsional

Al igual que otras provincias argentinas, la PSF no transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, la cual presenta un déficit estructural que históricamente ha respondido principalmente al sistema de retiros del personal de seguridad y del servicio penitenciario. El Gobierno Federal tiene la obligación de cubrir el desfinanciamiento de aquellas cajas previsionales que no fueron transferidas a su órbita, pero en el caso de la PSF, desde el año 2006 hasta diciembre de 2015 no se cumplió con el compromiso de dicho financiamiento. Por ello, la Provincia estuvo obligada a asistir financieramente el déficit previsional provincial a través de las contribuciones figurativas.

A partir de 2016, en el marco de la ley 27.260 (Armonización de Sistemas Previsionales Provinciales), el Gobierno Nacional comenzó a armonizar las Cajas Previsionales no transferidas. El programa de armonización busca cubrir los déficits en proporción al grado de armonización que se haya logrado en cinco componentes: la edad jubilatoria, las alícuotas de aportes y contribuciones patronales, la cantidad de años de servicio con aportes efectivos, la determinación del haber inicial y la movilidad jubilatoria. Actualmente, Nación se comprometió a financiar el 41% del déficit de la Caja Previsional. Por este concepto, el 26.12.2016 Nación transfirió \$ 810 millones a la Provincia con el objetivo de cubrir parte del déficit previsional del 2016 y estima que recibirá \$1.066 millones en 2017. El déficit de la Caja fue en 2016 de \$2.550 millones, el cual fue financiado en un 31,7% vía transferencias del Anses por \$810 millones. Asimismo, para 2017, el presupuesto estima un déficit corriente de la caja de jubilaciones de \$ 2.537 millones, el que se financiará en un 40% con las transferencias de \$1.066 millones en el marco del convenio de armonización con Nación y el restante a través de transferencias de la Administración Central.

El Fallo de la Corte Suprema a favor de la Provincia de Santa Fe en relación a la devolución del 15% de coparticipación ha generado una importante fuente de recursos que fueron percibidos a partir del mes de enero 2016. La Provincia tienen intenciones que la Nación reconozca todos aquellos recursos que no fueron enviados desde el 2006 al 2015 estimados en \$23.000 millones. No obstante el reclamo para percibir este stock de deuda acumulada, FIX registra que el reciente

Fallo de la Corte Suprema le ha dado mayor flexibilidad presupuestaria a Santa Fe gracias a los mayores recursos que percibirá de la coparticipación. FIX monitoreará la evolución de las transferencias de Nación en el marco del análisis de la evolución del gasto operativo.

FIX registra que esta situación mejoró sustancialmente los indicadores de ingresos federales, que acompañado de una prudente política de gasto, impulso el margen operativo al cierre del 2016 por encima del promedio histórico. El ahorro operativo de 2016 registró un elevado 11,4% de los ingresos operativos, 7,6 puntos porcentuales mayor al promedio de los 5 años previos. No obstante, al agregar las transferencias de la Administración Central para financiar el déficit de la Caja Previsional, el ahorro operativo de 2016 se redujo al 7,1%. Para 2017, si bien la PSF presupuesta obtener un margen operativo del 16,5%, se contrae al 11,8% al considerar las transferencias para financiar la Caja Previsional.

Desempeño Presupuestario

Para el análisis de las finanzas públicas se analizaron los ejercicios fiscales definitivos para el período 2011-2015, provisorios de 2016 y presupuesto 2017. En los Anexos A y B se exponen los datos consolidados únicamente de la Administración Central y Organismos Descentralizados a efectos de que las cuentas sean comparables con el consolidado provincial.

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016 ^P
– Ingresos Brutos	12.608	16.268	23.332
– Sellos	1.612	2.318	3.230
– Inmobiliario	1.454	1.893	2.666
– Otros	140,6	199,9	282
Tributarios provinciales	15.815	20.678	29.510
Tasas, Derechos y otros	3.942	5.109	6.927
Ingresos Federales	26.739	36.948	53.695
Transferencias corrientes	2.927	3.520	7.695
Total ingresos operativos^a	49.918	66.889	97.836

^a – no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados); ^P – datos provisorios

Fuentes: Santa Fe y cálculos de FIX

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de Santa Fe representan un 97,5% de los ingresos totales y registraron en el 2016 un aumento nominal del 46,3% respecto al 2015. Este último crecimiento se explica principalmente por la mayor percepción de recursos federales a través de la Coparticipación Federal de Impuestos con la devolución del 15% por el Fallo de la Corte Suprema (+56,5%) y, por otro lado, por la dinámica de los ingresos tributarios que están fuertemente vinculados al nivel de actividad económica y evolución de los precios, como ser el Impuesto a los Ingresos Brutos (+43,4%). Adicionalmente, hay que considerar las mejoras en la fiscalización e incentivos recaudatorios impulsados por la Provincia en los últimos años.

En términos generales, la PSF tiene una estructura de ingresos dependiente de transferencias de origen federal, al igual que la mayoría de las provincias argentinas. En promedio para el período 2011-2016 la participación de estos ingresos en los ingresos operativos fue un 63,8%, por encima del consolidado provincial sin considerar a la Ciudad de Buenos Aires (54,4%). No obstante, no existe alta dependencia de transferencias discrecionales o que no respondan a distribuciones automáticas, sólo representan un 5,6% respecto de los ingresos operativos, lo que le otorga a Santa Fe una mayor previsibilidad de los flujos.

De acuerdo al presupuesto 2017, se espera que los ingresos operativos aumenten nominalmente un 19,5% respecto a 2016, impulsados por mayores ingresos de origen federal (+20,5%), e ingresos propios (+18,0%). FIX entiende que los supuestos de proyección son adecuados.

Gastos operativos

En el año 2016 el gasto operativo (incluye transferencias corrientes) se incrementó en términos nominales un 36,6% con respecto al 2015, levemente por encima del crecimiento promedio interanual del período 2011-2015 (33,3%). No obstante, el aumento interanual del gasto operativo fue sensiblemente menor al aumento de los ingresos operativos (+46,3%). El principal componente de crecimiento del gasto operativo estuvo dado por el gasto en personal (+34,5%) debido a acuerdos salariales y el pase a planta de todos los contratados. Asimismo, el incremento en los ingresos coparticipados (+56,5%), tuvo como contrapartida el crecimiento de las transferencias a Municipios, que crecieron un 44,5% durante 2016.

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016 ^P
– Personal	27.156	37.194	50.017
– Bs y Ss no personales	8.062	11.135	13.846
– Transferencias corrientes	11.383	14.982	21.655
Total gastos operativos^a	47.264	64.206	86.675

^a – no incluye intereses pagados; ^P – datos provisorios

Fuentes: Provincia de Corrientes y cálculos de FIX

En los últimos años, al igual que el consolidado provincial, la estructura presupuestaria de Santa Fe mantuvo cierta rigidez, en donde el promedio del gasto en personal durante 2011-2015 representó un 55,2% de los ingresos operativos. En 2016 este indicador se redujo en 4,5 puntos porcentuales respecto a 2015. Este indicador se encuentra por debajo del consolidado provincial que registra un 60,4%.

Según el presupuesto 2017, se espera un crecimiento de los gastos operativos del 12,7% en relación al 2016, aunque FIX entiende se ubicará por encima al incorporar las negociaciones salariales del corriente año que no fueron incorporadas en las pautas presupuestarias.

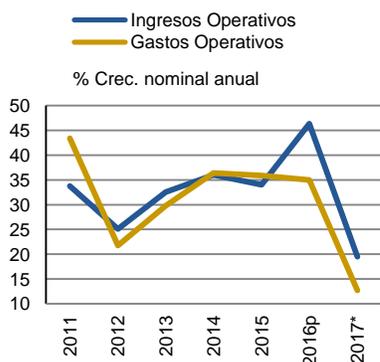
Con datos provisorios de 2016, se registró un crecimiento del gasto operativo del 36,6% respecto a 2015, con una sobre ejecución del 18% en relación a lo presupuestado para todo el año, desempeño esperable al incorporar el impacto de las negociaciones salariales no contempladas en el presupuesto original elaborado en 2015.

Ahorro operativo e inversión

La PSF se enfrenta con un problema estructural entre la generación de recursos y la responsabilidad del gasto, situación que comparte con la mayoría de las provincias argentinas. Durante el período analizado, se registran balances operativos positivos, aunque acotados y volátiles (ver Gráfico 4). Sin embargo, a partir del 2013 se observa una importante mejora y estabilidad del margen operativo, sobre la base de una buena dinámica de los ingresos que cubrió un gasto operativo rígido por presiones inflacionarias y salariales (ver Gráfico 3). Esta mejora en el ahorro operativo se acrecienta en el 2016, el cual ascendió a 11,4% frente a 4% del 2015 y si se considera el peso de las Instituciones de la Seguridad Social, el margen operativo se reduce a 7,1% en 2016 contra un 0,2% en 2015.

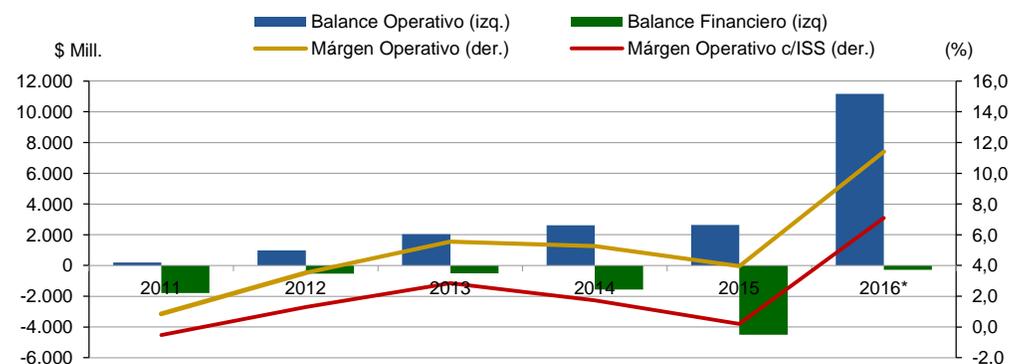
En el año 2016 los gastos operativos implicaron el 88,6% de los ingresos operativos, 7,4 puntos porcentuales menos que en 2015, lo que le otorga una mayor flexibilidad presupuestaria. Si bien el presupuesto estima que este indicador se reducirá aún más en 2017, registrando un 83,5%, FIX considera que se encuentra subestimado por no considerar las pautas salariales. Si bien es de esperar que el margen operativo se encuentre por debajo del presupuestado (16,5%), las expectativas de un mayor ingreso derivado de recursos federales podrían mitigar dicho impacto. Para el cierre del 2017, FIX estima que de continuar con una prudente política del gasto, el margen operativo se situará en niveles superiores al promedio de los últimos tres años (6,9%).

Gráfico 3: Ingresos y Gastos operativos



p - datos provisorios; * - Presupuesto
Fuente: Provincia de Santa Fe

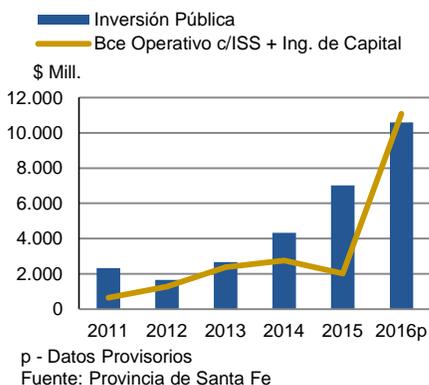
Gráfico 4: Desempeño Presupuestario



p - Datos provisorios
Fuente: Provincia de Santa Fe

Por su parte, la inversión pública en los últimos cinco años promedió el 9,0% de los ingresos operativos, niveles relativamente bajos con relación a la media provincial (14%). En los años

Gráfico 5: Ahorro e Inversión



donde las presiones por el lado del gasto fueron superiores a la evolución de los ingresos operativos, sumado a la presión del déficit del sistema previsional, hubo que recurrir a fuentes de financiamiento adicionales, como préstamos con los Organismos Internacionales de Crédito (ver Gráfico 5). En dichos años se registraron déficits financieros con un pico negativo de \$ 4.500 millones en el año 2015 (ver Gráfico 3). El déficit financiero está explicado principalmente por el peso de las ISS en las cuentas provinciales. FIX estima que en 2017, el déficit financiero será sustancialmente más elevado debido al crecimiento proyectado del 167% del gasto de capital respecto al ejecutado en 2016.

El gasto de capital provincial se focaliza en obras de infraestructura como ser obras viales, hospitales, centros de salud, edificios escolares y viviendas, aunque si se quiere priorizar obras de enverdadura como acueductos, obras de defensa, canalización y desagües pluviales, son necesarias fuentes de financiación alternativas.

Cabe destacar que en el 2016 la Provincia incursionó en el mercado internacional de capitales diversificando sus fuentes de financiamiento lo que les permitió obtener deuda para financiar obras de infraestructura a bajo costo. En el mes de marzo de 2017, la PSF concretó una nueva emisión por USD 250 millones.

Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Ingeniero Miguel Lifschitz, perteneciente al Partido Socialista, quien se impuso en las elecciones provinciales del 14 de junio de 2015 ante el candidato de Unión PRO Federal, Miguel Torres del Sel. Lifschitz gobernará durante el período 2015-2019. En el pasado Lifschitz fue intendente de la ciudad de Rosario durante dos mandatos consecutivos (2003-2007 y 2007-2011). Actualmente el partido del gobernador cuenta con mayoría en la Cámara de Diputados.

FIX entiende que el actual gobernador dará continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones socialistas que gobernaron la Provincia. Se ha priorizado la profundización de la provisión y cobertura de servicios básicos y sociales y la inversión pública, atendiendo las necesidades de la población y alcanzando a los sectores y zonas más relegadas. Desde el año 2008, la PSF inició un proceso de descentralización administrativa mediante la división territorial en cinco regiones con un nodo y Centro Cívico cada una. En los centros cívicos se realizan asambleas ciudadanas periódicas que permiten captar las principales necesidades sociales.

Perfil Socioeconómico

La PSF es una de las 24 provincias argentinas, localizada en la Región Centro de la Argentina, cuya superficie representa el 4,8% del territorio nacional. La capital provincial es la ciudad de Santa Fe que se presenta con Rosario como los principales centros urbanos de la Provincia.

Población

De acuerdo al censo 2010, la PSF registró una población de 3.194.537 personas, 8% de la población del país, lo que la ubica como la tercera provincia argentina más poblada. Con respecto al censo 2001, la población santafecina aumentó en un 6,5% por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. La ciudad de Rosario es el centro de mayor concentración poblacional, representa un 37,4% de la población provincial y le sigue la ciudad de Santa Fe con el 16,1%.

El envejecimiento de la población santafecina creció levemente en el último censo, aunque esta tendencia se viene incrementando desde hace décadas en la Provincia. La población santafecina mayor a 65 años fue de 11,8% en 2010 comparado con el 11,6% en 2001, mientras que la

participación de la población menor de 15 años se redujo (23,3% en el año 2010 versus 26,4% en el año 2001). El porcentaje de población adulta de la Provincia es superior al promedio nacional (10,2%) y es un dato a tener en cuenta a la hora de evaluar la importancia de políticas de sanidad y asistencia social en la Provincia.

Economía

La economía de la PSF es la tercera en importancia a nivel nacional, en el año 2014 la contribución del producto bruto geográfico (PBG) de Santa Fe en el producto bruto interno (PBI) nacional fue de 9%, mientras que el PBG per cápita representó 1,13x el PBI nacional.

La economía santafecina se caracteriza por cierta diversificación y por su fuerte vinculación al sector externo. Las exportaciones de la provincia representan el 21,3% del total de las exportaciones nacionales y se constituye como la segunda provincia argentina en términos de valores exportados. Las exportaciones se explican principalmente por las manufacturas de origen agropecuario y los productos primarios, aunque las manufacturas de origen industrial, en los últimos años, han crecido en su participación.

En términos de crecimiento real, el PBG para el año 2015 de Santa Fe evidenció un crecimiento del 2,9%, explicado por la mayor participación en términos constantes del sector productor de servicios (67,2%) el cual creció un 3,3% y la participación del sector productor de bienes (32,8%) que registró un incremento del 2,1%.

Si bien la economía provincial presenta cierta diversificación, basada en una región agrícola-ganadera e industrial, la estructura del PBG se encuentra dominada principalmente por el sector terciario o de servicios (60,6%), una característica común entre las provincias argentinas.

Desempleo y pobreza

La PSF se presenta como una de las economías más importante del país, aunque ciertos indicadores sociales se encuentran por debajo de la media nacional. No obstante, luego de un período recesivo entre el año 2008 y 2009, se observa una recuperación de los indicadores de desempleo y pobreza. Según INDEC, la tasa de desempleo de Gran Rosario se ubicó en el tercer pobreza en el segundo semestre de 2016 fue de 32,6% en la zona Pampeana, que incluye a Santa Fe, mientras que este indicador a nivel nacional ascendió a 32,2%.

Anexo A

Provincia de Santa Fe

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	18.483,0	23.130,6	31.138,2	42.553,5	57.626,7	83.204,8
Otras transferencias Corrientes recibidas	1.411,6	1.870,2	2.137,1	2.926,6	3.520,3	7.695,0
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	2.226,6	2.677,2	3.411,7	4.405,6	5.705,0	6.936,4
Ingresos Operativos	22.121,2	27.678,0	36.687,0	49.885,8	66.852,2	97.836,2
Gastos operativos	-21.934,1	-26.700,5	-34.646,6	-47.263,6	-64.205,9	-86.675,1
Balance Operativo	187,0	977,5	2.040,4	2.622,2	2.646,3	11.161,1
Intereses cobrados	50,8	23,5	21,6	32,6	37,1	0
Intereses pagados	-31,4	-27,4	-22,5	-27,9	-74,4	-327,1
Balance Corriente	206,5	973,6	2.039,5	2.626,8	2.609,0	10.834,0
Ingresos de capital	788,6	816,3	1.062,7	1.663,0	1.838,2	2.463,1
Gasto de capital	-2.315,4	-1.657,4	-2.668,1	-4.326,6	-7.008,3	-10.589,9
<i>Balance de capital</i>	<i>-1.526,9</i>	<i>-841,1</i>	<i>-1.605,4</i>	<i>-2.663,6</i>	<i>-5.170,1</i>	<i>-8.126,9</i>
Balance Financiero antes conceptos figurativos	-1.320,4	132,5	434,2	-36,8	-2.561,1	2.707,1
Ingresos figurativos	898,5	1.166,1	1.629,1	2.080,9	3.004,4	5.657,4
Gastos figurativos	-1.366,2	-1.827,7	-2.564,1	-3.600,8	-4.944,2	8.637,0
Balance Financiero	-1.788,1	-529,2	-500,7	-1.556,7	-4.500,9	-272,5
Nueva deuda	330,2	181,5	166,2	49,8	914,2	16.692,9
Amortización de deuda	-199,0	-357,7	-344,9	-360,4	-1.057,1	-1.727,3
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>131,2</i>	<i>-176,3</i>	<i>-178,6</i>	<i>-310,8</i>	<i>-142,9</i>	<i>14.965,6</i>
Resultado Final	-1.189,2	-43,8	255,5	-347,6	-2.704,0	17.672,7
DEUDA						
Corto Plazo	-	-	-	-	-	1.137,9
Largo Plazo	1.271,1	1.250,0	1.437,2	1.555,5	2.119,8	6.212,7
Deuda Directa	1.271,1	1.250,0	1.437,2	1.555,5	2.119,8	7.350,5
+ Deuda cuasi directa	263,7	296,7	236,8	244,3	278,6	219,9
Riesgo Directo	1.534,8	1.546,7	1.674,0	1.799,7	2.398,4	7.570,4
- Liquidez	976,9	788,7	1.157,5	945,0	1.764,1	9.840,9
Riesgo Directo Neto	544,5	751,1	517,2	854,8	634,3	-2.270,5
Garantías y otras deudas contingentes	-	-	-	-	-	-
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	-	-	-	-	-	-
Riesgo Final Neto	544,5	751,1	517,2	854,8	634,3	-2.270,5
Datos sobre Riesgo Directo						
% moneda extranjera	92,1	95,1	97,2	98,8	94,6	72,5
% no bancaria	7,8	5,0	2,8	1,2	5,4	69,5
% tasa de interés fija	8,9	5,5	2,8	1,2	5,4	54,0

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Santa Fe.

Anexo B

Provincia de Santa Fe

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ratios de Desempeño Presupuestario						
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	0,8	3,5	5,6	5,3	4,0	11,4
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	0,9	3,5	5,6	5,3	3,9	11,1
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-5,8	0,5	1,1	-0,1	-3,7	2,7
Resultado final/Ingresos totales (%)	-5,2	-0,2	0,7	-0,7	-3,9	17,6
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	n.d.	25,1	32,5	36,0	34,0	46,3
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	n.d.	21,7	29,8	36,4	35,8	35,0
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	n.d.	371,6	109,5	28,8	-0,7	315,3
Ratios de Deuda						
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	n.d.	-1,2	13,6	7,6	26,6	71,2
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3
Balance operativo/Intereses pagados (x)	5,9	35,6	90,8	93,8	35,5	34,1
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	1,0	1,4	1,0	0,8	1,7	2,1
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	123,2	39,4	18,0	14,8	42,8	18,4
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	5,7	4,5	3,9	3,1	3,2	7,5
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	6,9	5,6	4,6	3,6	3,6	7,7
Deuda directa/Balance corriente (x)	6,1	1,3	0,7	0,6	0,8	0,7
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	7,4	1,6	0,8	0,7	0,9	0,7
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	2,5	2,7	1,4	1,7	0,9	-2,3
Deuda directa/PBG (%)	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	385	380	440	476	648	2.248
Ratio de Ingresos						
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	83,6	83,6	84,9	85,3	86,2	85,0
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	35,9	35,3	37,4	37,2	35,9	35,5
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	6,4	6,8	5,8	5,9	5,3	7,9
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	96,3	97,1	97,1	96,7	97,3	97,5
Ingresos totales ^b per capita (\$)	7.022	8.721	11.551	15.774	21.018	30.673
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 (%)	56,1	58,3	57,3	57,5	57,9	57,7
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	26,1	25,5	25,3	25,5	24,7	26,3
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total (%)	9,5	5,8	7,1	8,3	9,7	10,7
Gasto de capital/PBG (%)	1,3	0,8	1,1	1,3	1,6	n.d.
Gasto total per capita (\$)	7.486	8.790	11.524	15.896	22.124	30.373
Financiamiento de Gasto de Capital						
Balance corriente/Gasto de capital (%)	8,9	58,7	76,4	60,7	37,2	102,3
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	34,1	49,3	39,8	38,4	26,2	23,3
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	5,7	-10,6	-6,7	-7,2	-2,0	141,3

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 Provincia de Santa Fe.

Anexo C. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día 30 de marzo de 2017, subió las calificaciones vigentes de la Provincia de Santa Fe según el siguiente detalle:

Concepto / Título	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	AA(arg)	Estable	AA-(arg)	Estable
Emisor Endeudamiento de Corto Plazo	A1+(arg)	No aplica	A1(arg)	No aplica
Programa Letras vto. 2016 por hasta \$ 1.200 millones	A1+(arg)	No aplica	No aplica	No aplica
Programa Letras vto. 2017 por hasta \$ 1.200 millones	A1+(arg)	No aplica	No aplica	No aplica

El motivo de la suba de las calificaciones se sustenta en la mejora de los márgenes operativos y financieros. FIX entiende que los elevados requerimientos en infraestructura podrían derivar en un mayor endeudamiento, aunque estima que el nivel de apalancamiento continuará siendo bajo y con una adecuada sostenibilidad.

Adicionalmente, FIX asignó la calificación de corto plazo 'A1+(arg)' al Programa de Letras vto. 2017 por hasta \$ 1.200 millones.

Concepto / Título	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Programa Letras vto. 2017 por hasta \$ 1.200 millones	A1+(arg)	No aplica	No aplica	No aplica

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 FIX, 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.

Notas: 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: Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado y asimismo la siguiente información pública disponible en www.santafe.gov.ar:

- Ejecuciones Presupuestarias para el período 2011-2015 y datos provisorios de 2016.
- Presupuesto aprobado del año 2017.
- Detalle de ingresos y egresos de la Provincia.
- Stock de Deuda para el período 2011-2016.

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.gov.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 LÍDER 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.