



Fondos Comunes de Inversión

Evolución y Perspectiva 2018

FixScr
affiliate of **FitchRatings**

Fondos Comunes de Inversión

Evolución y Perspectiva 2018

Índice	Página
Fondos Comunes de Inversión.....	0
Resumen Ejecutivo.....	1
Comparación con sus pares latinoamericanos.....	2
Mercado de Argentina vs. Mercado Mundial.....	2
Evolución patrimonial y situación actual.....	2
Evolución de las Administradoras.....	5
Principales factores del crecimiento.....	6
Cambios Normativos.....	7
Perspectiva 2018.....	8

“La industria de Fondos Comunes de Inversión (FCI) en Argentina, al igual que los años anteriores registró un fuerte crecimiento patrimonial en 2017, del 43.6% en dólares (63.1% por suscripciones y 36.9% por rendimiento), mientras que la tasa anual compuesta de crecimiento (CAGR) a tres años se ubica en torno al 37.5% en la misma moneda. Adicionalmente, se destaca el fuerte crecimiento patrimonial que registraron las cuentas de minoristas, segmento que alcanzó el 18% a dic’17, con un incremento exponencial en la cantidad de cuentas. En tanto, el mercado continúa evidenciando un sesgo hacia el segmento de renta fija, principalmente de corto plazo, tanto en pesos acompañando el elevado rendimiento de la Lebac como en dólares producto del Sinceramiento Fiscal (“blanqueo”) y del auge de las Letes.

FIX espera que el 2018 sea otro año de crecimiento para el sector, acompañado de buenas expectativas en los rendimientos de las carteras, el surgimiento de nuevos fondos y Administradoras y el potencial de los fondos cerrados de aprobarse la ley de financiamiento productivo, entre otros factores.

Resumen Ejecutivo

Fuerte crecimiento patrimonial. El mercado de Fondos en 2017 evidenció un fuerte crecimiento patrimonial que alcanzó el 68.7% en pesos, llegando a fines de diciembre a ARS 544.768 millones. Si bien los Fondos de Retorno Total fueron los que registraron el mayor incremento en el período (+236.6%), la mayor contribución al crecimiento, dada su elevada participación, estuvo dada por los Fondos de renta fija, que variaron un 86.2%.

Principales factores del desempeño. El crecimiento del sector en 2017 obedece a diversas causas, entre las que se destacan el incremento patrimonial de los Fondos en dólares producto del blanqueo, la elevada tasa de las Lebac (por encima de la tasa de plazos fijos), y los buenos rendimientos de los activos tanto en renta variable (Merval +77.7% y Merval Argentina +95.7%), como en renta fija donde se evidenció una compresión de spreads en los bonos de mayor duration.

Sesgado hacia productos de cash management. Cerca del 60% del patrimonio administrado corresponde a Fondos de Mercado de Dinero y Fondos de Renta Fija de corto plazo (duration de hasta un año) en pesos o en dólares.

Concentración moderada. A diciembre 2017, las principales cinco Administradoras reunían el 43.9% del patrimonio total administrado y las primeras diez el 63.6% sobre un total de 47 Administradoras activas. En tanto, los inversores institucionales continúan teniendo la mayor participación (82%), pese al fuerte incremento de la ponderación de minoristas. Por su parte, las Administradoras bancarias incrementaron su participación relativa frente a las independientes el último año. En el mediano plazo se espera una mayor concentración a medida que disminuyan las comisiones, en línea con la reducción de la inflación.

Ley de Financiamiento Productivo. En 2018 el sector podría verse potenciado de aprobarse la presente ley por la colocación de numerosos Fondos Cerrados que quedaron stand by, (se eliminaría la asimetría impositiva entre FCI abiertos y cerrados), la posibilidad de establecer fondos para inversores calificados, por ejemplo de activos internacionales y la creación de FCI con el objeto de ahorro para retiro voluntario, entre otros.

Perspectiva 2018. La perspectiva para el sector es estable considerando el análisis crediticio, y positiva en términos patrimoniales. El sector aún se encuentra alejado de algunos de los pares latinoamericanos por lo que tiene mucho para crecer, y se vería potenciado de aprobarse la mencionada ley de financiamiento productivo. El creciente conocimiento del instrumento, la mayor federalización a través de los acuerdos de colocación, y el buen rendimiento promedio esperado de las carteras para el año, hace prever que 2018 será un buen año para el sector.

Analistas

Gustavo Avila
 Director
 (+54 11) 5235 8142
gustavo.avila@fixscr.com

Lucas Gnocci
 Analista
 (+54 11) 5235 8100
lucas.gnocci@fixscr.com

María Fernanda López
 Senior Director
 (+54 11) 5235 8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Comparación con sus pares latinoamericanos

A nivel latinoamericano, Argentina aún posee mucho por crecer comparado con Brasil, el más grande de la región, Chile y México. El cuadro a continuación evidencia la fuerte diferencia en la cantidad total de clientes, en línea con un menor desarrollo del mercado minorista a nivel local, aún con el avance exponencial registrado el último año.

País	Fondos de Inversión	Activos Netos Totales (Millones USD)	Clientes Totales	% PBI	% Población	Población
Argentina*	470	30.900	451.202	5,1%	1,1%	42.890.368
Bolivia**	63	2.774	82.146	8,3%	0,8%	10.888.000
Brasil**	15.679	1.225.457	13.457.296	63,8%	6,6%	202.450.649
Chile**	2.660	56.129	2.436.860	22,4%	13,3%	18.261.884
España**	2.368	340.754	10.563.570	32,4%	22,7%	46.500.000
México*	609	122.517	2.242.478	10,3%	1,7%	129.163.000
Total	21.849	1.778.531	29.233.552			

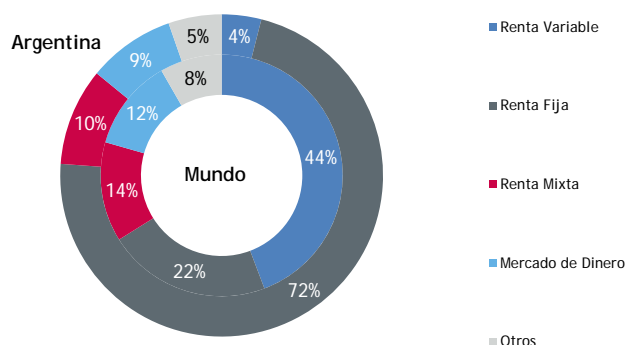
Fuente: FIAFIN, CAFCI, Centros Nacionales de Estadísticas y Bancos Centrales. *Datos tercer trimestre 2017; ** Datos anual 2016

Mercado de Argentina vs. Mercado Mundial

Hay dos características notorias que diferencian el mercado de FCI de Argentina del Mundial. La primera, como fue mencionada con anterioridad, es la prevalencia de los inversores institucionales respecto a los minoristas. En Argentina, el sector minorista representa cerca del 18% (registró un máximo cercano al 23% en nov'17) en términos patrimoniales, cuando a nivel mundial dicho porcentaje asciende al 86.8% (a dic'16).

La segunda, consiste en la amplia diferencia en términos de market share por tipo de Fondo. Mientras que en Argentina hay un claro dominio de los FCI de Renta Fija (72.2%) con un bajo posicionamiento en los Fondos de Renta Variable (4.0%), éstos últimos poseen la mayor participación a nivel mundial (44.2%).

Gráfico #1: Desagregación por tipo de Fondo (Argentina vs Mundo 3Q'17)

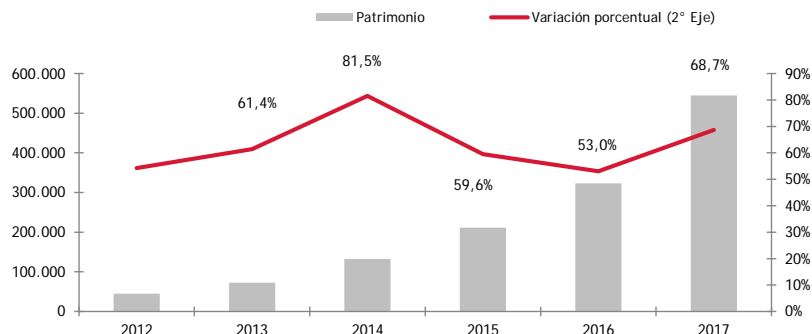


Fuente: elaboración propia en base a CAFCI e Investment Company Institute

Evolución patrimonial y situación actual

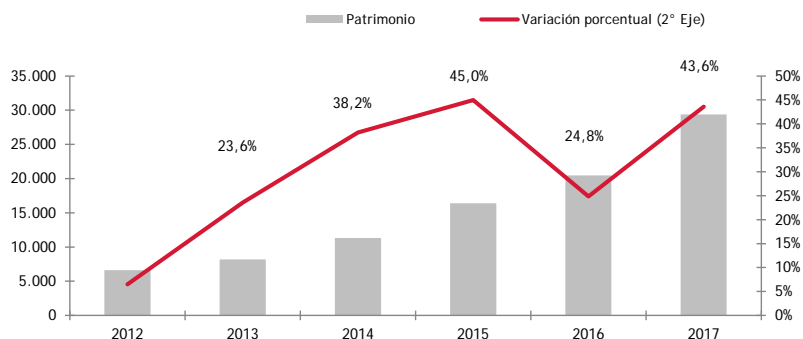
El mercado de Fondos Comunes de Inversión de Argentina finalizó el 2017 con un patrimonio neto bajo administración de ARS 544.768 millones (USD29.372 millones), lo que significó un crecimiento de 68.7% anual en pesos y un 43.6% en dólares.

Evolución del patrimonio
(Millones de pesos)



Fuente: elaboración propia sobre la base datos de la C.A.F.C.I.

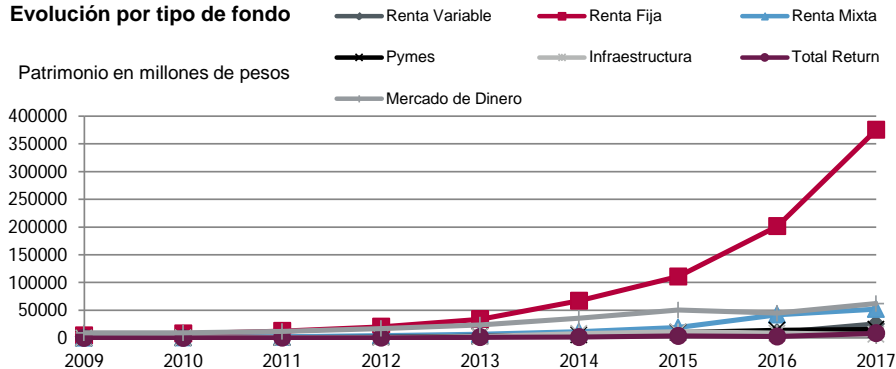
Evolución del patrimonio
(Millones de dólares)



Fuente: elaboración propia sobre la base datos de la C.A.F.C.I. 2012-2014 ajustado por CCL

Como se observa en el gráfico la evolución del patrimonio total del mercado de Fondos en Argentina no ha sido homogénea entre los distintos tipos de Fondos en los últimos años.

Evolución por tipo de fondo



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la C.A.F.C.I.

El segmento de renta fija es claramente el que más creció, pasando a representar el 68.9% a fines de 2017. En los últimos cinco años fueron los fondos de mercado de dinero (Money Market) los que mayor participación relativa perdieron (11.4% a dic'17 vs. 37.8% a dic'12).

El incremento de los Fondos de Renta Fija, y en especial los de corto plazo o "T+1" se explica en parte por los elevados niveles inflacionarios y de liquidez en el mercado junto con la necesidad de los inversores institucionales de canalizar esos excedentes (*cash management*) hacia productos de baja volatilidad, pero que ofrezcan la mejor cobertura posible frente a la inflación, conservando adecuados niveles de liquidez. En el último año el buen rendimiento que mostraron estos Fondos (por encima de los depósitos a plazo fijo), vinculado principalmente a su fuerte exposición a Lebacks, potenció el crecimiento de los mismos. Asimismo, el fuerte diferencial de rendimiento con respecto a los Fondos Money Market, hizo que estos últimos continuaran perdiendo participación.

Rendimiento

	2017	CAFCI	FIX
Money Market		19,50%	19,20%
Renta Fija ARS CP			25,50%
Rta Fija ARS CP Lebacks			26,10%
Rta Fija ARS Dur 1 a 3 años			25,10%
Rta Fija ARS Dur>3 años			23,40%
Rta Fija CER/UVA			18,10%
Rta Fija USD Dur<1 año Rto en USD			2,85%
Rta Fija USD y D-L Dur<2 años Rto en USD			4,90%
Rta Fija Dur>2 años Rto en USD			5,60%
Renta Fija		24,10%	25,50%
Pymes		21,00%	21,90%
Renta Variable MAR			80,2%
Renta Variable Merval y Merval 25			101,0%
Renta Variable		91,5%	

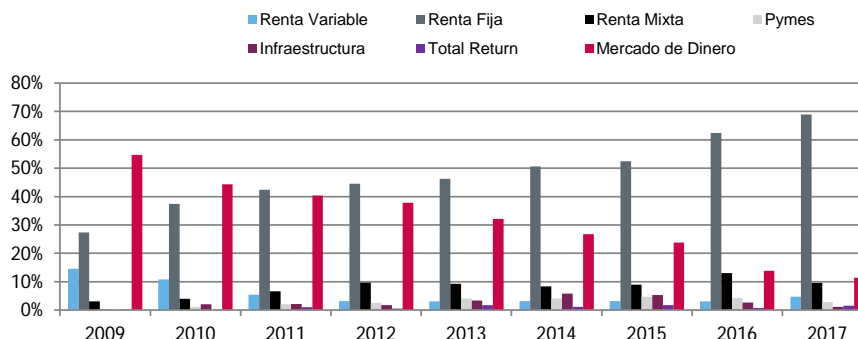
Fuente: FIX en base a la CAFCI y Económica. Cálculo en base a mediana de Fondos operativos

No obstante, se destaca el surgimiento de varios Fondos nominados en dólares, principalmente de corto plazo, cuyo activo principal son las Letes que rinden por encima de un plazo fijo en dólares, con baja volatilidad y buena liquidez. Estos fondos fueron potenciados por ingreso de dólares producto del Sinceramiento Fiscal.

Finalmente, los Fondos de Infraestructura tras la eliminación del "inciso k" (requerimiento regulatorio de las compañías de seguros) y de la finalización en dic'17 del cronograma de desinversión, registraron una caída patrimonial del 25.1%. Los rescates netos en el período se ubicaron en el orden del 50.1%, parcialmente compensados por el rendimiento del 25% que registraron dichos Fondos. Hacia adelante, la perspectiva para este segmento, de no cambiar la actual regulación, es negativa aunque se espera que algunos Fondos conserven parte de su patrimonio funcionando como Fondos de Renta Fija.

En tanto, los Fondos Pyme los cuales continúan formando parte de la exigencia normativa para este tipo de compañías, dentro del "inciso l" registraron un aumento patrimonial del 20.1%, por debajo del esperado, explicado por el rendimiento de las carteras del 21%, registrando rescates netos en el período del 8.8%.

Evolución por tipo de fondo

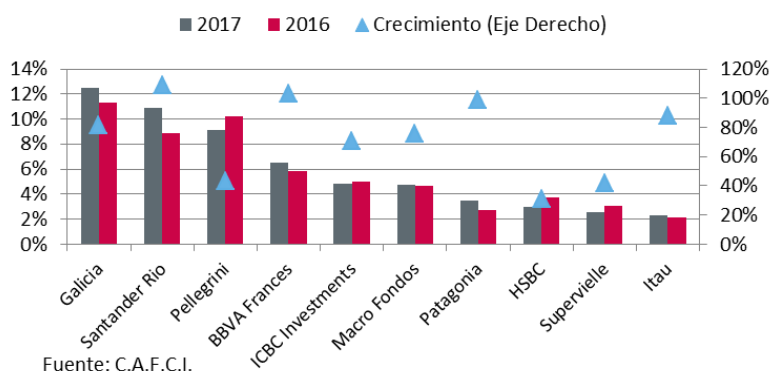


Fuente: elaboración propia sobre la base de datos de la C.A.F.C.I.

Evolución de las Administradoras

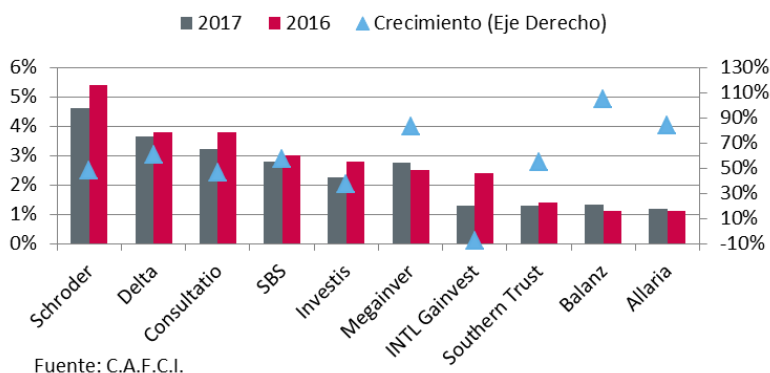
El año 2017 se caracterizó por el aumento en la participación de mercado que registraron la mayoría de las Administradoras bancarias, las cuales llegaron a registrar incrementos patrimoniales superiores al 100%. Asimismo, cabe destacar el crecimiento que tuvieron algunas administradoras independientes con escasa antigüedad, registrando tasas similares a las exhibidas por el primer grupo.

Market Share Top 10 Administradoras Bancarias y Crecimiento 2017 vs 2016



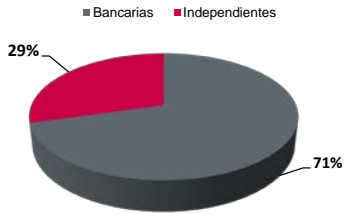
Fuente: C.A.F.C.I.

Market Share Top 10 Administradoras Independientes y Crecimiento 2017 vs 2016



Fuente: C.A.F.C.I.

Participación de Mercado Bancarias vs Independientes (Dic'17)



Fuente: Económica

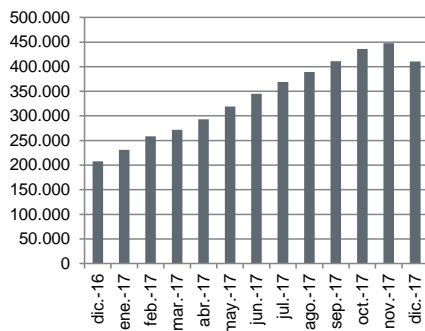
El mercado actualmente cuenta con 47 Administradoras activas. El segmento continúa mostrando una moderada concentración, reflejada en el hecho de que las primeras cinco administradoras concentran el 43.9% del patrimonio total administrado y las primeras diez 63.6%.

El sistema cuenta con 18 administradoras bancarias, las cuales concentran el 70.5% del patrimonio de la industria, mientras que el resto de ellas (29 independientes), representan el 29.5% a diciembre 2017.

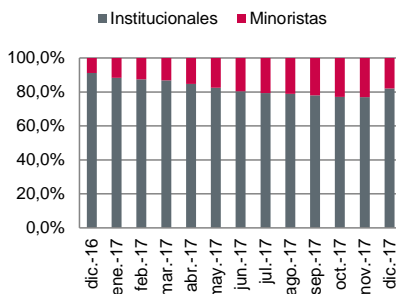
El aumento en la participación de los agentes bancarios está estrechamente vinculado con el fuerte incremento del segmento minorista. Estos pasaron de representar 12% a principios de año a casi 23% para noviembre de 2017. A diciembre del año pasado su participación cayó en parte como consecuencia de la toma de ganancias y de la estacionalidad provocada por la declaración de bienes personales.

De todas formas, las personas jurídicas continúan representando la mayor parte del patrimonio administrado de la industria. A dic'17 alcanza el 82.0% del patrimonio.

Evolución Cuentas Minoristas



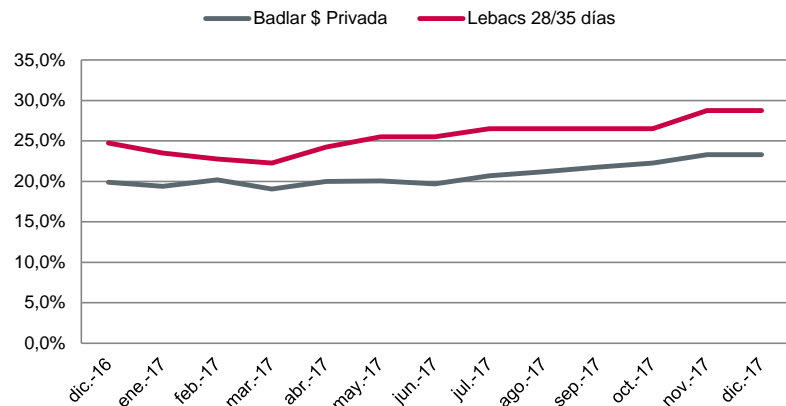
Evolución Participación Patrimonial Personas Físicas y Jurídicas



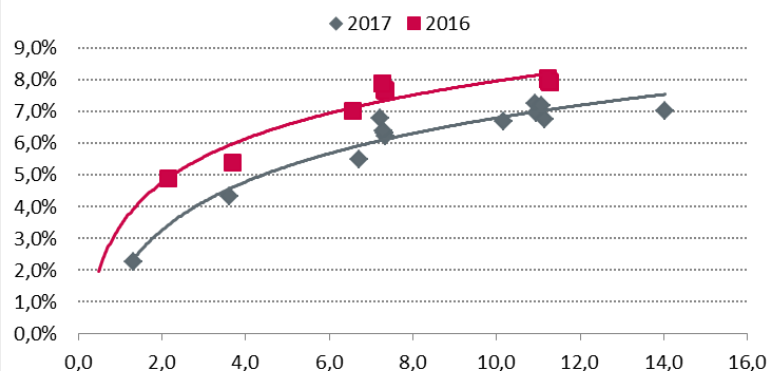
Principales factores del crecimiento

Como se mencionó, el crecimiento del sector en 2017 obedece a diversas causas, entre las que se destacan el incremento patrimonial de los Fondos en dólares producto del "blanqueo", la elevada tasa de las Lebac (por encima de la tasa de plazos fijos), y los buenos rendimientos de los activos tanto en renta variable (Merval +77.7% y Merval Argentina +95.7%), como en renta fija donde se evidenció una compresión de spreads en los bonos de mayor duration.

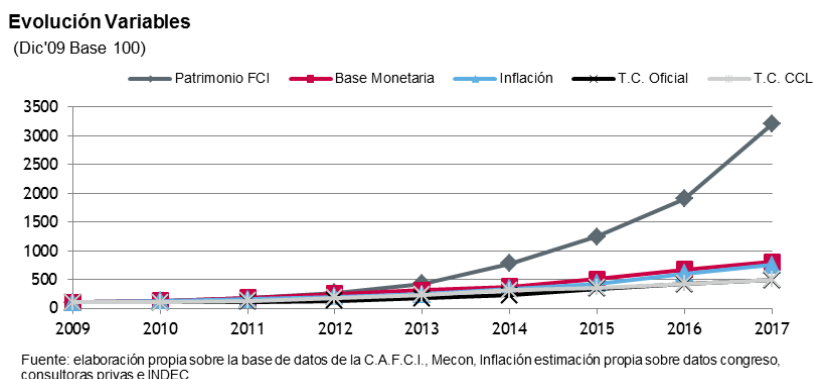
Evolución Lebac corto plazo vs. Badlar Bancos Privados



Curva de Bonos Soberanos en USD



Es importante destacar el crecimiento del sector se ubicó muy por encima del ascenso que presentaron numerosas variables económicas (ver gráfico a continuación).

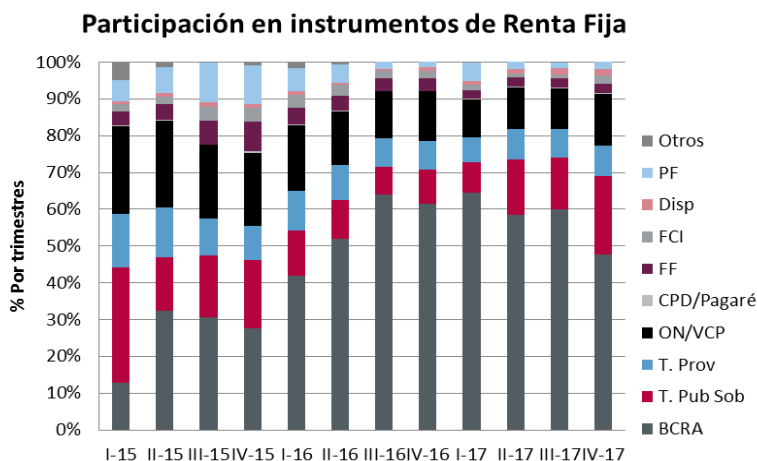


Cambios Normativos

A lo largo del año 2017 se han desarrollado distintos cambios regulatorios que atañen a la industria de Fondos Comunes de Inversión. En primer lugar, a mediados del año pasado la Comisión Nacional de Valores autorizó la suscripción de cuotapartes en distintas monedas (fondos bimonetarios) con la intención de atraer inversores del exterior, aunque por el momento con impacto limitado.

Por otro lado, la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) mediante la resolución 41.057 estableció que las Lebac ya no computarán como activos elegibles para las compañías de seguros. Esta medida también impactó en aquellos fondos en los cuales estas compañías tenían participación y mantenían Lebac en cartera. En función de esta restricción, la SSN estableció un cronograma de desinversión, mediante el cual a marzo 2018 la exposición en Lebac debe alcanzar el 0%.

Esta resolución llevó a que los fondos deban reacomodar sus portafolios desarmando las posiciones en Lebac, lo que hizo que este instrumento perdiera participación en las carteras. Asimismo, esta modificación generó a que algunas de las Administradoras del mercado desarrollen productos de inversión específicos para las compañías de Seguros. Se espera hacia delante de que los Fondos sustituyan la inversión en Lebac por Letras del Tesoro en pesos, combinado con distintos instrumentos de renta fija de corto plazo. No obstante, estos Fondos presentarían en promedio una menor liquidez, un mayor riesgo crediticio y probablemente un menor rendimiento a Fondos similares que invierten en Lebac.



Fuente: C.A.F.C.I.

Hacia fin de año el Congreso de la Nación aprobó la Reforma Tributaria (Ley 27.430) mediante el cual se dispone gravar la renta financiera de personas físicas ya que las jurídicas se encontraban alcanzadas por este tributo.

La ley dispone una alícuota del cinco por ciento (5%) para aquellos fondos nominados en moneda nacional y del quince por ciento (15%), para aquellos cuya moneda de suscripción es extranjera, digital o posee cláusula de ajuste. Asimismo, cabe destacar el hecho de que aquellos fondos cuya cartera mantenga un porcentaje mínimo de acciones (aun a determinar) estarán exentos del impuesto.

En cuanto a los fondos en pesos el establecimiento del impuesto supone un costo adicional y un desaliento al potencial crecimiento de las cuentas minoristas. Sin embargo, dado que los otros instrumentos financieros de renta fija en pesos también se encuentran alcanzados por este tributo no cabe esperarse que la inversión en fondos se encuentre en desventaja con estos títulos. Adicionalmente, la tributación sería para aquellos que obtengan un rendimiento por sobre un mínimo no imponible que se irá ajustando por inflación.

En cuanto, a los fondos nominados en moneda extranjera pueden enfrentar en el corto plazo un aumento de la competencia en su segmento, luego de la creación por parte la CNV de la figura del Agente Asesor Global de Inversión (AAGI). Éste estará autorizado para llevar adelante la administración de carteras de inversores calificados y también a comercializar fondos del exterior. Este último punto es el que podría perjudicar a los fondos nominados en moneda extranjera ya que con la imposición de una alícuota del 15% de impuesto a las ganancias tributarían lo mismo que los fondos extranjeros.

Queda aún pendiente la aprobación de la Ley de Financiamiento Productivo (Ex Ley de Mercado de Capitales), la cual establece ventajas para el sector, entre ellas que no estén gravados por Ganancias los Fondos Cerrados. Con la legislación actual estos Fondos son ineficientes porque pagan IVA; ingresos brutos; débitos y créditos; ganancia mínima presunta e impuesto a las ganancias. Adicionalmente, la posibilidad de establecer fondos para inversores calificados, por ejemplo de activos internacionales y la creación de FCI con el objeto de ahorro para retiro voluntario, entre otros, podrían motorizar el sector.

Además, se eliminaría la responsabilidad solidaria e ilimitada entre las Sociedades Gerentes y Depositarias en relación a los perjuicios que puedan ocasionarse a los cuotapartistas por el incumplimiento de las obligaciones a su cargo, pasando a ser responsables de manera individual. A los fines de evitar posibles conflictos de intereses, se prohibiría expresamente a la Sociedad Gerente realizar, para los FCI bajo su administración, cualquier tipo de operación con sus sociedades controladas, controlantes, afiliadas y vinculadas, y/o con la Sociedad Depositaria y sus sociedades controladas, controlantes, afiliadas y vinculadas.

Perspectiva 2018

La perspectiva para el sector es estable considerando el análisis crediticio, dado que la mayoría de los sectores mantienen dicha perspectiva y las calificaciones de los Fondos de Renta Fija, están intrínsecamente relacionadas a la de sus subyacentes.

Respecto a las carteras, se espera para 2018 una mayor diversificación por instrumento, luego de un 2017 donde las Lebac fueron el instrumento por excelencia. La regulación que limita las inversiones en Lebac por parte de las compañías de seguros contribuye a tal efecto. No obstante, las mismas tendrían un rol significativo debido a su elevada tasa relativa y su fuerte liquidez pese al descenso gradual previsto en los rendimientos, limitado por el elevado déficit fiscal y una inflación que no disminuye al ritmo esperado.

Asimismo, la Perspectiva en términos patrimoniales es positiva. El sector aún se encuentra alejado de los pares latinoamericanos por lo que aún tiene mucho potencial de crecimiento. El año pasado se evidenció un fuerte incremento en las cuentas y en la participación del segmento minorista, potenciado por el sinceramiento fiscal, los buenos rendimientos y el mayor conocimiento del producto. Se espera que esta tendencia continúe en línea con lo evidenciado a nivel global donde los minoristas poseen la mayor participación.

El posible lanzamiento de numerosos Fondos Cerrados ante la eliminación del pago de impuesto a las ganancias podría ser otro motor de crecimiento del sector. Numerosos Fondos Cerrados se crearon como

vehículos ante el “blanqueo” que finalmente no iniciaron actividades, estos quedaron stand by y podrían reflotarse.

El presente año vendría acompañado de cambios estructurales, incluyendo la reforma tributaria, la ley de financiamiento productivo y la creación de nuevas figuras como los AAGI, que incidirán en la evolución del sector, implicando amenazas, donde se destaca la competencia directa de Fondos Internacionales y oportunidades, tales como la posibilidad de establecer fondos para inversores calificados, por ejemplo de activos internacionales y la creación de FCI con el objeto de ahorro para retiro voluntario, entre otros.

En el mediano plazo, a medida que disminuya la inflación, se espera una reducción de las comisiones cobradas por las Administradoras, que ejercería presión sobre la eficiencia de las mismas y requerirá un volumen creciente de activos bajo Administración. A su vez, la llegada de players internacionales y la oferta de Fondos Internacionales, incrementaría la competencia, elevando los estándares requeridos y derivando en una concentración de Administradoras.

Finalmente, el desarrollo del sector deberá ser acompañado por cambios estructurales, incluyendo la creación de una agencia de precios o proveedor único de precios, junto con políticas estables e incentivos a largo plazo para lograr la confianza, especialmente en el sector minorista e incrementar el conocimiento del producto así como su accesibilidad.

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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual 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 factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que 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 independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones 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. En última instancia, 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 futuros 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 se proporciona "tal cual" 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. 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 contactos. 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 cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. 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 70.000 (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 150.000 (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 mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.