

Sancor Cooperativa de Seguros Limitada

Informe Integral

Calificación

Nacional

Fortaleza Financiera de Largo Plazo **AA+(arg)**

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	Dic'17	Dic'16
Activos (\$ mil.)	16.310,1	11.715,5
Activos (US\$ mill.)	868,8	739,1
Patrimonio Neto (\$ mill.)	7.411,2	4.815,0
Resultado Neto (\$ mill.)	1.109,1	237,1
Primas Suscritas (\$ mill.)	7.889,0	6.119,6
Costos de Op/PDR (%)	51,6	54,6
Siniestralidad Neta/PDR (%)	50,9	50,8
Combined Ratio (%)	102,3	105,2
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	124,9	107,5
Activos Líquidos/ (Reservas + Oblig con Aseg) (veces)	0,84	0,72
ROAE (%)	33,2	10,4

\$/US\$: a Dic'17: 18,7742 y Dic'16: 15,8502

Criterios relacionados

[Metodología de Calificación de Seguros presentada ante la Comisión Nacional de Valores.](#)

Analistas

Analista Principal

Matías Pisani
 Director Asociado
 (+5411) 5235-8131
matias.pisani@fixscr.com

Analista Secundario

Darío Logiodice
 Director
 (+5411) 5235-8130
dario.logiodice@fixscr.com

Responsable del Sector

María Fernanda Lopez
 Senior Director
 (+5411) 5235-8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Perfil

Sancor Cooperativa de Seguros Limitada (Sancor) ocupa el puesto n°5 entre 188 compañías activas en el atomizado mercado asegurador argentino. Concentra el 4,58% de la prima emitida a fines de septiembre de 2017, explotando principalmente seguros patrimoniales y de personas. Junto con Prevención ART posicionan al Grupo Sancor Seguros como el primer grupo asegurador del mercado, captando el 10,51% del total del primaje.

Factores relevantes de la calificación

Suba de calificación: La suba de calificación de Sancor se fundamenta en el posicionamiento del Grupo Sancor dentro del mercado de seguros así como en el favorable desempeño histórico que registra, respaldado por una adecuada política de gestión de riesgos. Cabe destacar que la compañía ha logrado en los últimos ejercicios obtener resultados operativos positivos sustentados en el control de la siniestralidad, la inversión en procesos y la significativa generación de primaje basado en su posicionamiento líder en la industria aseguradora.

Principal Compañía del Grupo Sancor Seguros: Sancor es la principal compañía del Grupo, donde se fijan los lineamientos estratégicos generales y los objetivos a cumplir por cada una de las empresas, sobre las cuales se evidencia un fuerte control e interacción. Existe un alto grado de sinergia comercial y operacional entre Sancor y las demás empresas del Grupo (Prevención ART y Sancor Seguros Internacional, que incluye operaciones en Brasil, Uruguay y Paraguay).

Status jurídico de cooperativa: Por su condición de entidad cooperativa, los incrementos patrimoniales de Sancor sólo son viables a través de la suscripción de nuevas cuotas sociales o de la capitalización de recursos propios y subsidiarias. FIX considera que la compañía cuenta con un adecuado esquema de fortalecimiento patrimonial ligado a cuotas de capitalización por pólizas y una buena generación de resultados que alimentan el capital.

Muy buen desempeño: La rentabilidad (ROAA: 15,1%) aumentó respecto del ejercicio anterior producto del significativo incremento del resultado financiero del ejercicio – el cual se sustenta en rentas pero fundamentalmente en resultados por tenencia/valuación de inversiones – y un equilibrado resultado operativo. FIX estima que Sancor continuará registrando buenos niveles de rentabilidad, en un contexto de menores rendimientos financieros – a partir de un escenario base de menores niveles de inflación y consecuente caída de tasas de interés.

Adecuada gestión del riesgo: Sancor opera en las distintas ramas que explota con una adecuada política de gestión del riesgo, lo cual ha hecho posible mantener niveles de siniestralidad razonables a lo largo de su historia. A dic'17, la siniestralidad neta se ubicó en 50,9% manteniéndose estable y en línea con el promedio de los últimos ejercicios (51,8%).

Adecuada capitalización: El nivel de apalancamiento de la compañía ha caído levemente (Pasivo/PN: 1,20 veces) respecto de los últimos tres cierres de ejercicio (1,38 veces promedio) y se ubica por debajo de la media del mercado (3,51 veces). Asimismo, registra un exceso de capital del 25% sobre la exigencia regulatoria y se espera cierre el ejercicio con un excedente del 10% sobre el capital computable. FIX prevé que los niveles de capitalización se mantengan cercanos a los mínimos regulatorios requeridos durante los próximos periodos en función la expansión y desarrollo de negocios que tiene como objetivo el Grupo.

Sensibilidad de la calificación

Mejora sostenida en los niveles de capitalización del Grupo: El Grupo Sancor se encuentra en un proceso de expansión que podría generar una considerable demanda de capital por parte de compañías vinculadas. En este contexto, si bien Sancor mantiene una estrategia de optimización en el uso de capitales, una mejora en los niveles de capitalización podría generar las condiciones para una revisión al alza en las calificaciones de la entidad.

Perfil de la Compañía

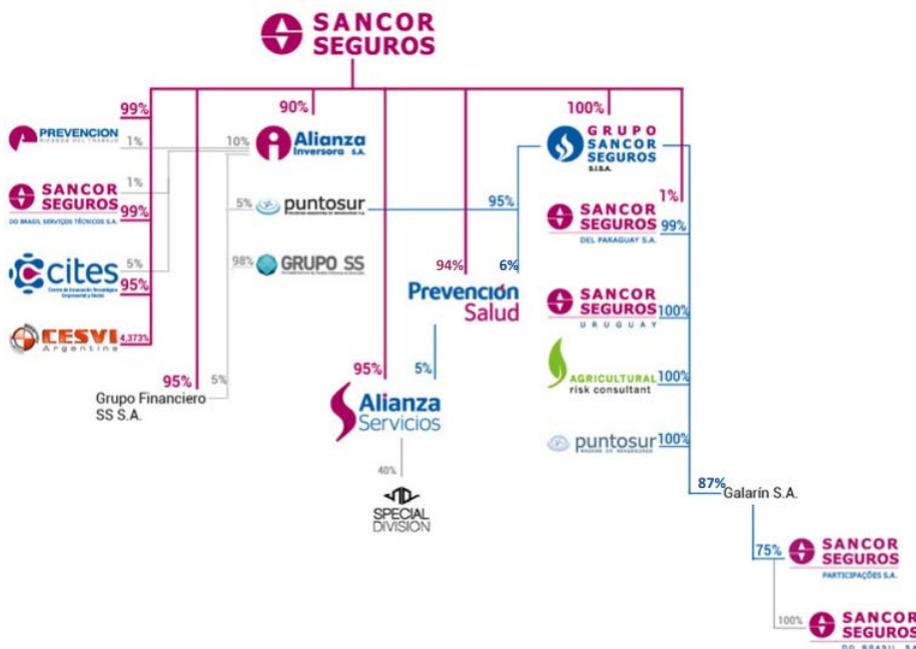
Antecedentes

Sancor Cooperativa de Seguros Limitada (Sancor) nace en 1945 en Sunchales, provincia de Santa Fe. Actualmente constituye la cabeza del Grupo Sancor Seguros (GSS), integrado por un total de veintidós entidades, las cuales en su mayoría se relacionan con el mercado asegurador (tanto argentino como de otros países de Latinoamérica), pero que también incluyen empresas de servicios (entidades bancarias, administradoras de fideicomisos financieros y fondos comunes de inversión, compañía prepaga, empresa de merchandising y una fundación sin fines de lucro).

El Consejo de Administración está compuesto por diez miembros. La Asamblea General Ordinaria elige diez consejeros titulares y diez suplentes que lo componen como representantes de las unidades de negocios en sus zonas de actuación. Los consejeros titulares duran tres años en su cargo, pudiendo ser reelectos por un solo período consecutivo.

Si bien la entidad es una empresa jurídicamente independiente, Sancor es la cabeza del Grupo donde se fijan los lineamientos estratégicos generales y los objetivos a cumplir por cada una de las empresas, sobre los cuales se evidencia un fuerte control e interacción. Existe una fuerte sinergia comercial y operacional entre Sancor y las demás empresas de Grupo.

Vale destacar el rol que desempeña Prevención ART dentro de la estrategia de negocios del grupo. La empresa es líder en el mercado de seguros de riesgos de trabajo, y representan junto con Sancor, los principales activos del Grupo. Tanto Sancor como Prevención ART, si bien son entidades jurídicas independientes, funcionan de manera conjunta bajo una misma estructura con una alta interacción entre ambas, respondiendo a los lineamientos generales de GSS.



Management

GSS mantiene una estructura organizacional, la cual se constituye para lograr objetivos de mediano plazo que la organización definió oportunamente. Los vectores analizados se

relacionan con i) el crecimiento de la entidad sin descuidar la rentabilidad y sustentabilidad del negocio, ii) el vínculo con el cliente a partir de la utilización de la tecnología, iii) la eficiencia en los procesos mediante la continua inversión en sistemas, iv) la innovación del negocio a partir de lanzamiento de nuevos productos y v) la constante mejora del capital humano de la organización.

Asimismo, la entidad está liderada por el CEO, con el apoyo del Directo General Corporativo, el Director de Negocios Internacionales, el Director de Operaciones de Sancor Seguros, el Director de Administración y Finanzas, el Director de Servicios y Tecnologías, el Director de Relaciones Institucionales, el Director de Asuntos Legales y la Dirección Adscripta. Se reporta diariamente al Consejo de Administración de la Cooperativa que controla a las demás empresas del Grupo.

Asimismo, para una mejor administración de las operaciones, Sancor ha establecido la división de los negocios de GSS en tres Áreas Generales: Sancor Seguros, Prevención ART y Sancor Seguros Internacional, área que tendrá bajo su responsabilidad la gestión de todos los emprendimientos en el exterior.

Sancor funciona con una marcada comunicación entre las diferentes gerencias y departamentos. Su estructura organizativa, en sus grandes líneas, se arma a partir de una Gerencia General, de la cual penden la Gerencia de Operaciones, organizada de acuerdo a las líneas de productos en los que la compañía opera, y la Gerencia de Negocios Corporativos, en donde se estructuran las áreas financiera, legales, de planeamiento y gestión, recursos humanos y marketing. Entre las gerencias se produce una interacción tanto vertical como horizontal, lo que le provee de flexibilidad a su estructura y un uso más eficiente de la información para la toma de decisiones.

Para dar soporte al desarrollo de todos los negocios, Sancor mantiene tres Direcciones Corporativas: Asuntos Legales, Administración y Finanzas y Servicios Corporativos. Con esta estructura, el Grupo Asegurador líder del mercado argentino incorpora un nuevo modelo de gobierno corporativo para la toma de decisiones estratégicas y control de la alta dirección acorde a la envergadura de sus negocios.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” en adelante FIX o la Calificadora, evalúa en forma favorable al management de la compañía. Los ejecutivos y gerentes de las distintas áreas de la aseguradora son profesionales altamente capacitados, con trayectoria en el negocio y con un significativo compromiso para cumplir con los objetivos estratégicos que se han planteado. Tanto en los altos cargos, como en los puestos de menor jerarquía, la rotación de los empleados es muy baja.

Estrategia corporativa

La estrategia de negocios de Sancor se basa fundamentalmente en dos aspectos claves. Por un lado, consolidar y mantener su posición de liderazgo, mediante el incremento de cartera de pólizas y prima suscripta, y a través de la mejora de la fidelización de clientes. Por otro lado, busca mejorar la rentabilidad del negocio, a través de bajas en los niveles de siniestralidad y del control de la judicialidad.

Para lograr el objetivo, intenta mantener prudentes políticas de suscripción, teniendo en cuenta tanto el riesgo implícito como la correcta tarificación del mismo. La entidad define tarifas y presupuestos de producción y gastos una vez por año en cada ramo. En ese sentido, Sancor establece políticas de pricing tanto por zona como por producto – dado que la siniestralidad y costumbres varían de región en región – y estableciendo objetivos con los gerentes comerciales con el fin de explotar las características inherentes de cada zona.

Asimismo, la compañía ha establecido políticas de diversificación a su departamento comercial, dando incentivos económicos por rango de productores y por volumen cartera en cada ramo.

Por otro lado, la entidad ha incorporado canales tecnológicos para la suscripción de productos, sin descuidar su relación con su principal canal de suscripción: los productores. En este contexto, si bien los interesados pueden realizar suscripciones por la web, Sancor deriva dicha póliza para su seguimiento y fidelización del cliente al productor más cercano al domicilio del nuevo asegurado. Cabe aclarar que la derivación de negocios de la aseguradora a los productores implica una menor comisión para este último.

A su vez, la entidad busca cierto equilibrio en los resultados técnicos – los cuales han ido convergiendo progresivamente hacia el equilibrio – y obtener sus ganancias a través de los resultados financieros. FIX considera que la dependencia al mercado financiero, tanto local como internacional, puede introducir volatilidad a sus resultados. Asimismo, evalúa en forma favorable la estrategia global de Sancor, estimando que la compañía continuará con su tendencia de crecimiento y buenos resultados. Además, la empresa busca consolidar también su presencia en el mercado internacional, aunque aún estas inversiones están en un proceso de maduración dependiendo de la unidad de negocios de la que se trate.

Situación del ambiente operativo

Requisitos regulatorios y situación del mercado

En abril de 2016 FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada a Fitch Ratings), (en adelante FIX) revisó la Perspectiva del Mercado de Seguros a Estable desde Negativa, tras los cambios positivos en el entorno operacional, que otorgaron a las compañías una mayor flexibilidad para gestionar sus negocios. Las nuevas regulaciones apuntan a reducir los desequilibrios económicos y con ello el grado de intervención y discrecionalidad en el mercado. FIX reconoce que las compañías se encuentran en una adecuada posición financiera para absorber la potencial volatilidad sistémica en el corto plazo, y que los mayores desafíos y oportunidades se plantearían en los años venideros.

A partir de diciembre de 2015 las nuevas autoridades de la Superintendencia de Seguros han llevado adelante medidas tendientes a disminuir la regulación existente en el mercado asegurador. Entre ellas se destacan, la eliminación del porcentaje mínimo que las compañías debían colocar en instrumentos que financiaran proyectos productivos o de infraestructura lo que redundó en una mejora de los resultados financieros de las compañías de seguros y reaseguros. Adicionalmente se revocaron las normas relacionadas con las tenencias de moneda extranjera y el pago de comisiones, incrementando el nivel mínimo de capital exigido para preservar la solvencia. Por otro lado, el BCRA dispuso que las entidades financieras no podrán percibir de los usuarios ningún tipo de comisión y/o cargo vinculado con los seguros de vida sobre saldo deudor, y deberán contratar un seguro sobre saldo deudor (o bien auto-asegurarse) con cobertura de fallecimiento e invalidez total permanente respecto de aquellas financiaciones otorgadas a personas. Seguidamente en noviembre de 2016 se dispuso que las aseguradoras locales puedan comenzar a realizar de forma gradual operaciones de reaseguro pasivo con entidades reaseguradoras del exterior.

Finalmente, en enero de 2017 la SSN dispuso mediante la resolución N° 40.273 la creación de la Reserva Especial de Contingencia para aquellas entidades que operan en la Cobertura de Caución Ambiental de Incidencia Colectiva con el objetivo de hacer frente a resultados adversos. Ésta deberá constituirse acumulando el 15% de las primas emitidas de seguros activos directos y reaseguros activos de cada trimestre hasta que alcance el 100% de las

primas de los últimos 12 meses. Por otro lado, la presente normativa modifica la manera de valorar los juicios vinculados al ramo de Automotores y Responsabilidad Civil. Este hecho provocó un aumento de las reservas requeridas por siniestros pendientes e IBNR. Frente a esta situación las entidades cuentan con la opción de amortizar las reservas a constituir bajo dos esquemas. El primero de ellos permite amortizar la diferencia en cuatro trimestres y el segundo en ocho, comenzando a partir de septiembre de 2017 los dos. FIX considera que esta medida fortalecerá el mercado asegurador, ya que las entidades contarán con reservas más robustas para hacer frente a deudas presentes y futuras con asegurados. Asimismo, es una resolución que busca la convergencia hacia los estándares internacionales.

FIX prevé que en adelante comenzarán a registrarse indicadores de expansión del sector asegurador, sustentados en una menor intervención del regulador en el mercado y un mayor crecimiento de la economía.

Actualmente las compañías enfrentan el desafío de lograr un equilibrio en sus resultados técnicos, con el foco puesto en el control de gastos y el adecuado ajuste de tarifas en un marco de progresivo descenso de la inflación y de las tasas de interés del mercado, que redundarán en un menor rendimiento de las carteras de inversión de las compañías a futuro.

Posición competitiva de la compañía

Sancor ocupa el puesto n°5 entre 188 compañías activas en el atomizado mercado asegurador argentino, con el 4,92% de la prima suscrita a dic'17. A su vez, ocupa el puesto n°4 entre las aseguradoras del ramo de Automotores (7,21% del mercado), que a dic'17 representaba el 64% (vs. 62,8% a dic'16) del negocio de la firma. Cabe destacar que al mismo período del año previo, Sancor se ubicaba en el puesto n°5 de dicho segmento. Junto con Prevención ART posicionan al Grupo Sancor Seguros como el primer grupo asegurador del mercado, captando el 10,51% del total del primaje.

En segundo lugar, el segmento de seguros de vida individual representa el 11,6% (vs. 14,8% a dic'16) de la cartera mientras que los ligados a coberturas de combinado familiar e integrales alcanzan un 7,9% – ocupando el primer puesto en el mercado.

Suscripción y otros pasivos

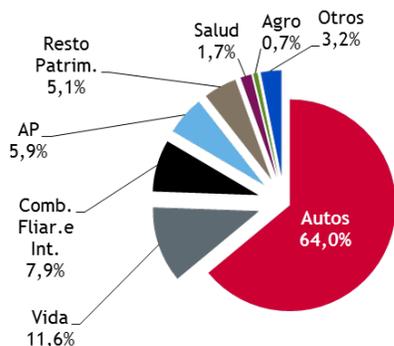
Sancor cerró el último ejercicio con un total de \$12.159,1 millones de primas suscriptas, lo que representa un crecimiento del 36,1% con respecto al cierre de ejercicio anterior. Dentro de los principales ramos en los que la compañía opera, las primas del ramo Automotor crecieron. En términos interanuales, 42,6%, mientras que el ramo Combinado aumentó 36,8% y Vida se expandió 9,4%. Cabe destacar que riesgos agropecuarios registró una expansión del 68,3%, aunque gran parte de dicho primaje es cedido al reasegurador.

Asimismo, a dic'17, las primas aumentaron un 28,9% en la comparación interanual, evidenciándose en una buena medida y en ambos casos un efecto relevante de la inflación que enfrenta el mercado local. El crecimiento del primaje en el ramo Automotor se ubicó en torno al 36,1% mientras que Vida creció apenas 10,7%, lo cual explica la caída interanual de 3 puntos porcentuales en la participación del primaje total de la entidad. FIX espera que la compañía continúe con su senda de crecimiento acorde con su plan estratégico y con las moderadas perspectivas de la economía local para el actual ejercicio.

Operaciones y principales productos

Existe una clara sinergia comercial entre la entidad y sus asociados, en donde se busca un adecuado aprovechamiento de los recursos de ambos, así como también hacer más eficientes las tareas, los sectores y los recursos. Constantemente se están evaluando proyectos

Composición de la Cartera de Producción (Prima Devengada a Dic'17)



Fuente: FIX en base Sancor Cooperativa de Seguros Limitada

tendientes a la diversificación de productos, a la mejora de la comunicación interna y a la sistematización de todos los eslabones que componen el negocio, de manera de hacer los procesos de forma más rápida y con una mejor calidad. En este contexto, Sancor participa de CITES, el cual es un laboratorio de tecnología orientado, entre otras cosas, a crear start-ups con una fuerte impronta tecnológica. De hecho, la empresa ha pasado satisfactoriamente la evaluación de algunas normas de calidad internacionales.

Sancor posee catorce unidades de negocios en Santa Fe (ciudad de Santa Fe, Rosario y Sunchales, además de su Casa Central), Córdoba (Río Cuarto y ciudad de Córdoba), Mendoza, General Roca (Río Negro), Resistencia (Chaco), Tucumán, Buenos Aires (Bahía Blanca, Mar del Plata y Capital Federal), Santa Rosa (La Pampa), y Concordia (Entre Ríos). Cada unidad de negocio replica la misma estructura organizacional de la casa matriz, permitiendo una descentralización y mejora en la toma de decisiones. A su vez, cuenta con oficinas comerciales (24) y de productores distribuidos en todo el país, pertenecientes a la red de productores del Grupo Sancor Seguros.

Sancor cuenta con una extensa diversificación geográfica en todo el país, lo cual es uno de los factores que justifica su posición de liderazgo. La entidad se inició y tuvo como objetivo ser líder en el interior del país, para luego decidir ingresar en el ámbito de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Gran Buenos Aires.

Performance operativa

Muy Buen Desempeño

	Dic-17	Dic-16	Jun-17	Jun-16	Jun-15
% de Retención	82,6	79,3	83,9	84,8	82,4
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	45,2	48,4	50,8	53,1	52,2
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	50,9	50,8	49,8	48,1	51,4
Costos de Op. / PDR (%)	51,6	54,6	51,0	53,3	51,9
Resultado Técnico / PDR (%)	(2,3)	(5,2)	(0,8)	(1,4)	(3,2)
Combined Ratio (%)	102,3	105,2	100,8	101,4	103,2
Operation Ratio (%)	85,6	98,4	93,2	92,5	98,8
ROA (%)	15,1	4,5	8,6	13,6	6,1
ROE (%)	33,2	10,4	18,8	32,3	17,2

Fuente: FIX en base a datos provistos por Sancor Cooperativa de Seguros Limitada

El esquema de rentabilidad de Sancor se fundamenta en su resultado financiero, con un buen control del resultado técnico que le permita mantenerse cercano al punto de equilibrio. Al ser una cooperativa, parte de la prima recaudada por Sancor corresponde a la cuota social que alimenta en forma directa el patrimonio, lo cual no se ve reflejado en su resultado técnico, a pesar de ser una fuente de ingresos para la compañía. La suscripción de capital mediante la prima recaudada alcanza, a dic'17, los \$419,8 millones. El control del resultado técnico de la compañía se sustenta en ajustes sobre la política de suscripción, depurando cartera, a la vez que se ha visto beneficiada por una menor siniestralidad de grandes riesgos (donde además tienen constituido un equipo de ingenieros que inspeccionan por separado la suscripción y realizan el control y seguimiento de este tipo de coberturas) y los relacionados a fenómenos climáticos.

Al cierre de jun'17, la utilidad neta acumuló \$968,0 millones, registrando un descenso interanual del 8,5% – producto de la desaceleración del resultado financiero (-10,3% i.a.) de la entidad. No obstante, a dic'17, el resultado neto alcanzó los \$1.109,1 millones, a partir del elevado resultado financiera – el cual se sustenta en rentas pero fundamentalmente en resultados por tenencia/valuación de inversiones. El resultado a dic'17 implica una sustancial mejora respecto de lo observado al mismo período del año anterior (+368% i.a.). A partir del abultado resultado financiero (producido por los resultados por tenencia de acciones y títulos públicos), la aseguradora continúa performando en un muy buen nivel, registrado índices de rentabilidad, medida por el ROA y ROE, en torno al 15,1% y 33,2% respectivamente (vs 4,5% y 10,4% a dic'16).

Los indicadores de siniestralidad venían registrando un proceso de descenso en sus niveles desde jun'03 (con niveles cercanos al 70%), como resultado de dos factores centrales, una mejora continua en sus procesos de suscripción y una menor retención de riesgo global, lo que le han permitido reducir su siniestralidad a indicadores promedio cercanos a los 50 pp. A dic'17, la siniestralidad neta (50,9%) se mantuvo estable en la comparación anual (50,8%) – y en línea con el cierre de los últimos cinco ejercicios (51,8%) – producto de las medidas mencionadas anteriormente. Particularmente, en el ramo automotor, la siniestralidad neta se ubicó en torno al 61,6%, registrando una mejora respecto de lo observado en dic'16 (62,7%).

La eficiencia de la cooperativa es buena a su tipo de operatoria. En los últimos ejercicios este indicador venía registrando una tendencia ascendente como consecuencia del continuo proceso de expansión de la entidad (tanto en el mercado local como latinoamericano) y de su política de fuerte inversión en mejora de procesos lo cual ha implicado mayores inversiones en tecnologías. Sin embargo, a dic'17, el ratio de costos operativos netos sobre prima devengada retenida (51,6%) se muestra en un nivel similar al observado el año anterior (54,6%).

El ratio combinado se ha mostrado históricamente por encima del 100% (102,3% a dic'17). Cabe mencionar que parte de la prima recaudada, por su condición de cooperativa, alimenta en forma directa el patrimonio sin impacto sobre su esquema de resultado, lo cual implica una subestimación del ratio combinado. De agregar los \$419,8 millones a la prima devengada, el resultado técnico sería superavitario por \$275,2 millones, implicando un ratio combinado de 98,0%.

Hacia delante, FIX considera que será muy importante que la empresa continúe con la correcta selección, seguimiento y control de la suscripción para no presentar alteraciones significativas en los resultados antes descritos. Asimismo, se estima que la utilidad final seguirá dependiendo del resultado financiero que obtenga la compañía, siendo un desafío para la entidad mantener controlada la evolución del resultado operativo, en un contexto de caída de los rendimientos de los activos financieros.

Reaseguros

FIX considera adecuado el programa de reaseguros de la entidad y en forma favorable la calidad de las reaseguradoras con las que opera. El programa se compone de contratos proporcionales de tipo cuota parte y de excedentes, para la mayoría de sus líneas de negocio, a lo que adiciona contratos no proporcionales por excesos de pérdidas por riesgo y por evento, para algunos ramos de frecuencia siniestral como automotores o vida y para ramos con eventos de severidad a fin de proteger la retención de riesgo. Para los seguros agropecuarios y forestales, mantiene contratos proporcionales de cuota parte y no proporcionales de Stop Loss y excesos de pérdida según la línea de negocio, a fin de reducir la posible volatilidad del resultado del ramo.

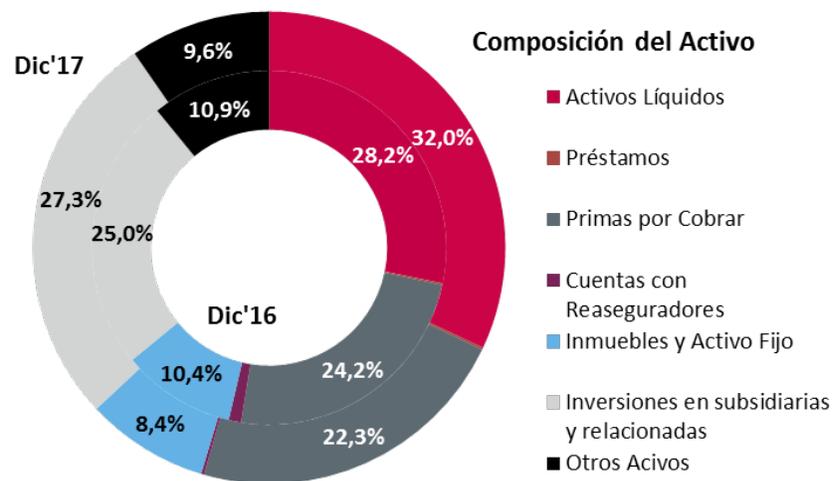
Sancor creó una reaseguradora local "Punto Sur Sociedad Argentina de Reaseguros S.A.", la cual ya está inscripta y tiene permiso para operar. La intención de la compañía es continuar con el esquema que viene mostrando, reteniendo los ramos más nobles en el mercado local y cediendo los segmentos más riesgosos para el negocio de la compañía.

A dic'17, la cantidad de juicios en cartera ascendía a 3.313, registrando un leve descenso de las demandas judiciales respecto del mismo período del año previo (3.347 a dic'16). La política conservadora de la empresa hace que también evite llegar a estas instancias judiciales. Posee diseñado un esquema con participación de abogados internos y externos quienes se encargan de evaluar cada denuncia y evitan, en lo posible llegar al juicio, el cual se lo registra como mecanismo de última instancia. De acuerdo a la experiencia histórica (10 años), la empresa registra que de cada 100 casos, 7 finalizan como condenatorios, 22 son ganados y 71 terminan negociándose.

Administración de activos

Composición del activo

A dic'17, la composición de los activos de Sancor se muestran prácticamente estable en comparación a los porcentajes del último año, con una proporción de activos líquidos (disponibilidades + inversiones, excluyendo aquellas en compañías relacionadas) del 32,0% sobre el total de activos. El hecho de que Sancor mantenga un menor porcentaje de activos líquidos dentro de sus activos al compararlo con la media del mercado, responde a la mayor inversión relativa en subsidiarias y relacionadas.



Fuente: FIX en base Sancor Cooperativa de Seguros Limitada

Inversiones y Liquidez

Los objetivos en cuanto al rendimiento y estrategia de inversión de la cartera de activos son establecidos por el Grupo estableciendo lineamientos generales al comienzo del ejercicio y pautando además una rentabilidad objetivo para el año. En este sentido, la política de inversiones se orienta a proteger el capital social de la cooperativa, asegurar liquidez y rentabilidad. El armado y manejo de las inversiones está a cargo de un equipo experimentado que lleva el portafolio de Sancor y Prevención por separado, junto con el resto de las carteras de las distintas compañías del Grupo. La valuación de las inversiones se realiza de manera diaria y periódicamente se llevan a cabo diferentes comités que facilitan el seguimiento del

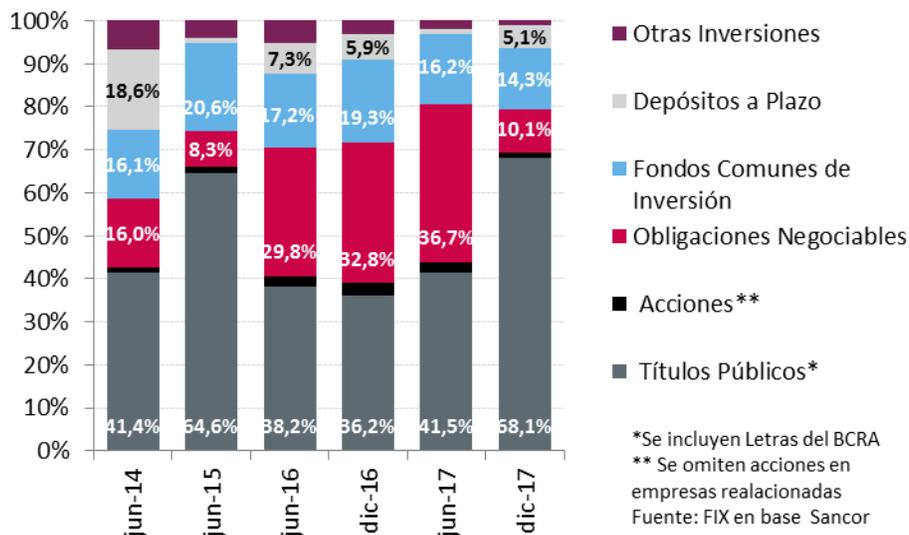
portafolio. En este contexto, el rendimiento promedio de la cartera al cierre del último ejercicio se ubicó en torno al 28,5%, necesitando – al menos – un rendimiento del 2% para cubrir su reducido déficit operativo.

A dic'17, el 52,7% de la cartera está invertida en Letras del Banco Central, seguido por fondos comunes de inversión (14,1%) y obligaciones negociables (10,0%). Respecto del año previo, el incremento de los títulos públicos (fundamentalmente, Lebacks) fueron en detrimento de la participación de obligaciones negociables y – al menos – en la participación en fondos comunes de inversión.

Asimismo, mantienen una muy buena calidad en cartera productor de las elevadas tenencias en Letras del Banco Central, títulos públicos soberanos (7,2%) y obligaciones negociables de empresas de primera línea (YPF, Banco Macro, Banco Hipotecario, Pampa y Banco Provincia, entre otros). Respecto a la concentración por emisor, las inversiones de Sancor se encuentran muy diversificadas. Los primeros 5 emisores (sin considerar empresas vinculadas, Lebacks y Títulos Públicos Soberanos) concentran el 11,2%.

El indicador de liquidez ha mejorado respecto del año previo, aunque se mantiene algo ajustado (Activos líquidos/Reservas: 0,84 veces vs. 0,72 a dic'16) respecto a la media del mercado en el mismo período: 1,17 veces.

Composición de la cartera de inversiones



Capital

Al ser una cooperativa, Sancor depende para su capitalización del aporte de sus asociados (cuotas sociales) y de los resultados. En este sentido, la estructura del negocio garantiza el 8% (con un tope de \$5.000) del ingreso por prima como aporte social de los asociados, que alimenta directamente el patrimonio.

Por otro lado, la cooperativa ha registrado históricamente buenos indicadores de rentabilidad y mantiene como política de distribución de resultados, la de capitalizar la mayor parte del resultado. Hay una política de distribuir los excedentes acumulados de la siguiente manera: un 5% va destinado a reserva legal, 5% al Fondo de Educación y Capacitación Cooperativas y otro 5% al Fondo de Acción Asistencial y Laboral. El 85% restante o bien se mantiene en

reservas dentro de la compañía, o generalmente se le da el destino que la Asamblea decida, ya sea en inversiones en infraestructura, soporte monetario a otras compañías del grupo, etc.

A dic'17, registró niveles de apalancamiento (pasivo/patrimonio) de 1,20 veces, inferior al promedio del mercado (3,51 veces). En cuanto al capital computable, a dic'17 registra un exceso del 25% sobre la exigencia regulatoria y se espera que cierre el ejercicio 2017/18 con un excedente del 10% sobre el capital computable. Esto se da en el marco de la estrategia del grupo de optimizar el capital en cada unidad de negocio, trasladando los excedentes a las unidades en crecimiento. Por tal motivo, la Calificadora espera que los niveles de capitalización se mantengan cercanos a los mínimos regulatorios requeridos durante los próximos periodos en función la expansión y desarrollo de negocios que tiene como objetivo el Grupo.

El capital requerido para sostener la expansión de compañías del Grupo que se encuentran en etapa de start-up presenta un desafío en el corto y mediano plazo. Algunas de estas entidades, como Sancor Seguros S.A. (Uruguay), en consideración del Grupo, ya han logrado generar un volumen de negocios que le permite la auto-sustentabilidad y no se prevén nuevos aportes de capital. No obstante, existen otras unidades de negocios que aun requieren aportes tanto para financiar capital de trabajo (Sancor Seguros del Paraguay S.A.) como para continuar con el desarrollo del negocio (Sancor Seguros Participações S.A.). En se sentido, estas entidades demorarían algunos ejercicios más en poder ser autosuficientes.

Reservas

Por su parte, las reservas de siniestros se ajustan en forma adecuada a los requerimientos normativos vigentes. Por decisión de la compañía, y con aprobación de la SSN, Sancor está constituyendo reservas por encima de los mínimos establecidos por la regulación.

Anexo I

Resumen Financiero Sancor cooperativa de Seguros Limitada (Millones de moneda local)

BALANCE GENERAL	6 meses Dec-17	6 meses Dec-16	12 meses Jun-17	12 meses Jun-16	12 meses Jun-15	12 meses Jun-14
Activos Liquidos	5.212,03	3.306,05	4.379,35	2.932,04	2.667,21	1.822,05
Depósitos	683,34	657,31	432,68	443,97	241,88	452,14
Valores Negociables	4.472,57	2.563,04	3.873,73	2.350,63	2.324,32	1.256,77
Privados	1.165,11	1.464,39	2.117,35	1.261,40	707,16	539,83
Públicos	3.251,65	1.019,89	1.663,03	1.024,23	1.581,65	695,99
Acciones	55,81	78,76	93,36	65,00	35,51	20,95
Otros	56,12	85,70	72,94	137,44	101,00	113,14
Préstamos	25,02	19,14	20,02	8,90	8,43	7,66
Sobre Pólizas	-	-	-	-	-	-
Otros	25,02	19,14	20,02	8,90	8,43	7,66
Primas por Cobrar	3.643,12	2.829,50	2.512,07	1.871,89	1.234,14	982,31
Cuentas con Reaseguradores	33,15	133,88	169,20	64,72	43,64	35,57
Inmuebles y Activo Fijo	1.369,41	1.216,40	1.315,70	1.091,38	321,16	291,97
Inversiones en subsidiarias y relacionadas	4.455,19	2.934,37	3.397,23	2.328,65	1.232,20	977,33
Otros Activos	1.572,15	1.276,21	1.218,48	1.182,28	596,61	450,37
Participación ART	-	-	-	-	-	-
Otros	1.572,15	1.276,21	1.218,48	1.182,28	596,61	450,37
ACTIVO TOTAL	16.310,06	11.715,54	13.012,06	9.479,85	6.103,38	4.567,27
Obligaciones con Asegurados	4.275,02	3.155,91	3.556,98	2.690,63	2.169,66	1.642,10
Por Siniestros	3.460,11	2.300,21	2.898,79	1.945,33	1.483,32	1.078,53
IBNR	814,91	855,70	658,19	745,30	686,34	563,57
Compromisos Técnicos	1.946,62	1.419,70	1.452,46	1.006,56	641,89	544,31
Matemáticas	4,16	3,	3,59	2,94	-	13,52
De Riesgo en Curso	1.942,46	1.415,77	1.448,87	1.002,99	626,89	504,77
Otras	-	0,63	-	0,63	12,45	26,02
Obligaciones con Entidades Financieras	-	-	-	-	-	-
Obligaciones con Reaseguradores (y coaseguradores)	888,07	853,20	569,82	281,27	342,86	295,36
Cuentas por Pagar	1.776,93	1.461,24	1.477,03	1.142,92	737,30	527,74
Otros Pasivos	12,19	10,52	12,17	15,13	7,94	6,12
PASIVO TOTAL	8.898,82	6.900,56	7.068,46	5.136,50	3.899,65	3.015,64
Capital Pagado	2.990,92	2.224,86	3.289,92	1.904,15	1.446,47	1.068,32
Reservas	3.311,17	2.344,85	1.685,72	1.378,26	433,76	70,33
Superavit no realizado						
Revaluacion de Activos Fijos						
Utilidades no Distribuidas	1.109,14	245,27	967,96	1.060,94	323,50	412,98
PATRIMONIO TOTAL	7.411,24	4.814,98	5.943,60	4.343,35	2.203,73	1.551,63

Resumen Financiero Sancor cooperativa de Seguros Limitada (Millones de moneda local)

	6 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
	Dec-17	Dec-16	Jun-17	Jun-16	Jun-15	Jun-14
ESTADO DE RESULTADOS						
Primas Suscritas	7.888,98	6.119,57	12.159,06	8.934,62	6.649,46	4.926,40
Primas Devengadas	7.539,63	5.777,46	11.701,43	8.588,45	6.548,17	4.813,36
Prima Cedida	1.310,22	1.195,74	1.881,31	1.309,97	1.152,33	777,60
Prima Devengada Retenida	6.229,41	4.581,73	9.820,12	7.278,48	5.395,84	4.035,76
Siniestros Pagados	2.764,59	2.357,40	5.126,78	4.071,60	2.924,87	2.322,25
Rescates de pólizas de vida o pensiones	0,06	0,02	0,07	-	0,75	11,13
Siniestros a Cargo de Reaseguradores	116,96	367,95	847,86	929,51	553,37	526,71
Recuperación o Salvamento de Siniestros	122,33	100,88	202,62	131,67	90,07	74,21
Reservas de Siniestros Netas	645,54	436,80	812,51	492,29	492,00	394,82
Siniestros Incurridos Netos	3.170,90	2.325,39	4.888,88	3.502,71	2.774,18	2.127,27
Gastos de Adquisición	1.868,83	1.390,31	2.985,83	2.349,07	1.800,55	1.344,02
Gastos de Administración	1.472,23	1.200,98	2.291,60	1.705,29	1.153,96	817,54
Gastos a Cargo de Reaseguradores	129,40	90,69	268,24	173,51	156,05	120,93
Costos de Operación Netos	3.211,66	2.500,60	5.009,19	3.880,85	2.798,46	2.040,62
(+) o (-) Otros Ingresos o (gastos) no operacionales netos	8,50	5,58	4,57	3,18	2,77	1,84
Resultado de Operación o Resultado Técnico	(144,66)	(238,69)	(73,38)	(101,90)	(174,03)	(130,29)
Ingresos Financieros	1.443,03	528,86	1.173,89	978,40	439,55	494,80
Gastos Financieros	185,21	132,50	291,64	214,43	152,59	127,30
Otros	(4,01)	79,46	159,09	396,34	210,57	175,77
Resultado Financiero	1.253,80	475,83	1.041,34	1.160,31	497,53	543,27
Partidas Extraordinarias	-	-	-	-	-	-
Participación en Afiliadas o Subsidiarias	-	-	-	-	-	-
Utilidad Antes de Impuestos	1.109,14	237,14	967,96	1.058,41	323,50	412,98
Impuestos	-	-	-	-	-	-
Participación de minoritarios	-	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	1.109,14	237,14	967,96	1.058,41	323,50	412,98
PRINCIPALES INDICADORES						
Resultados Operativos						
% de Retención	82,62	79,30	83,92	84,75	82,40	83,84
Siniestralidad Incurrida Bruta (%)	45,23	48,36	50,76	53,14	52,19	56,68
Siniestralidad Incurrida Neta (%)	50,90	50,75	49,78	48,12	51,41	52,71
Gastos de Adquisición/Prima Devengada (%)	24,79	24,06	25,52	27,35	27,50	27,92
Gastos de Administración/Prima Devengada (%)	19,53	20,79	19,58	19,86	17,62	16,98
Costos de Operación Netos/Prima Devengada Retenida (%)	51,56	54,58	51,01	53,32	51,86	50,56
Resultado Técnico/Prima Devengada Retenida (%)	(2,32)	(5,21)	(0,75)	(1,40)	(3,23)	(3,23)
Combined Ratio (%)	102,32	105,21	100,75	101,40	103,23	103,23
Operating Ratio (%)	85,64	98,35	93,21	92,50	98,84	95,59
Ingreso Financiero Neto/Prima Devengada (%)	16,68	6,86	7,54	8,90	4,38	7,64
ROA (%)	15,13	4,48	8,61	13,58	6,06	10,94
ROE (%)	33,22	10,36	18,82	32,33	17,23	34,37
Capitalización y Apalancamiento						
Pasivo/Patrimonio (veces)	1,20	1,43	1,19	1,18	1,77	1,94
Reservas/Pasivo (veces)	0,70	0,66	0,71	0,72	0,72	0,73
Deuda Financiera/Pasivo (%)	-	-	-	-	-	-
Reservas/Prima Devengada Retenida (%)	49,94	49,93	51,01	50,80	52,11	54,18
Primas/Patrimonio (veces)	1,68	1,90	1,65	1,68	2,45	2,60
Capital Computable / Exigencia de Capital (%)	124,94	107,52	127,35	141,79	178,68	180,22
Patrimonio/Activo (%)	45,44	41,10	45,68	45,82	36,11	33,97
Inversiones y Liquidez						
Activos Liquidos/(Reservas + Oblig) (veces)	0,84	0,72	0,87	0,79	0,95	0,83
Activos Liq./(Resv. + Deuda Finan. + Oblig. Con Aseg.) (veces)	0,84	0,72	0,87	0,79	0,95	0,83
Activos Liquidos/Pasivos (veces)	0,59	0,48	0,62	0,57	0,68	0,60
Inmuebles/Activo Total (%)	8,40	10,38	10,11	11,51	5,26	6,39
Rotación Cuentas por Cobrar (días)	87	88	77	78	68	73

Anexo II

DICTAMEN

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el 7 de mayo de 2018 **subió** la calificación de fortaleza financiera de largo plazo de Sancor Cooperativa de Seguros Limitada a **AA+(arg)** con **Perspectiva Estable** desde AA(arg) con Perspectiva Estable.

Categoría AA(arg): respecto de otras compañías de seguros del mercado nacional, las aseguradoras en esta categoría poseen una muy alta capacidad para hacer frente a sus obligaciones con asegurados. Comparadas con otras aseguradoras del mismo mercado nacional, estas compañías poseen una muy baja susceptibilidad a los efectos de cambios adversos en las condiciones económicas o de negocios.

Los signos “+” o “-” se añaden a una calificación para darle 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 suba de calificación de Sancor Cooperativa de Seguros Limitada se fundamenta en el posicionamiento del Grupo Sancor Seguros dentro del mercado de seguros así como en el favorable desempeño histórico que registra, respaldado por una adecuada política de gestión de riesgos. Asimismo, se destaca que la compañía ha logrado en los últimos ejercicios obtener resultados operativos positivos sustentados en el control de la siniestralidad, la inversión en procesos y la significativa generación de primaje basado en su posicionamiento líder en la industria aseguradora.

Nuestro análisis se basa en los balances generales al 30.06.2017 auditados por Price Waterhouse & Co. S.R.L., que manifiesta que los mismos han sido preparados de acuerdo a las normas de la Superintendencia de Seguros de la Nación y consideran todos los hechos y circunstancias significativos que son de su conocimiento.

Asimismo se han considerado los Estados Contables al 31.12.2017 con revisión limitada de Price Waterhouse & Co. S.R.L., quien no emite opinión en función del carácter de revisión limitada de la auditoría efectuada.

Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado y la siguiente información pública:

- Balances generales auditados de la empresa (último 30.06.2017) y estados contables trimestrales (último 31.12.2017). Disponibles en: www2.ssn.gob.ar.
- Boletines estadísticos de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN). Disponibles en: www2.ssn.gob.ar.
- Reglamento General de la Actividad Aseguradora (RGAA). Disponible en: www2.ssn.gob.ar.

Anexo III

Glosario

Combined Ratio: indicador que refleja la absorción de los gastos, los siniestros y rescates devengados con la producción de primas.

PDR: Prima Devengada Retenida.

FCI: Fondo Común de Inversión.

Lebac: Letras emitidas por el BCRA.

Nobac: Notas emitidas por el BCRA.

Peer Group: grupo de compañías de competencia directa de la compañía bajo análisis.

Performance: desempeño.

ROAA: Retorno sobre Activo.

ROAE: Retorno sobre Patrimonio Neto.

PN: Patrimonio Neto.

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.