

Municipalidad de Comodoro Rivadavia

Informe Integral

Calificaciones

Emisor
 Endeudamiento de Largo Plazo **BBB+(arg)**
Perspectiva
 ESTABLE

Información Financiera

Municipalidad de Comodoro Rivadavia	31 Dic 2017	31 Dic 2016
Ingresos Operativos (\$ millones)	2.457	1.910
Deuda (\$ millones)	11	12
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	0,0	0,5
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	0,1	0,2
Deuda/ Balance Corriente (x)	0,2	0,3
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	-1,2	-11,8
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	17,9	17,9
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda (%))	8,3	5,8

Analistas

Analista Principal
 Diego Estrada
 Director Asociado
 +54 11 5235-8126
diego.estrada@fixscr.com

Analista Secundario
 Juan Langer
 Analista
 +54 11 5235-8144
juanmartin.langer@fixscr.com

Responsable del Sector
 Mauro Chiarini
 Director Senior
 +54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Ajustado desempeño operativo: la Municipalidad de Comodoro Rivadavia (MCR) registra balances operativos positivos, aunque ajustados y volátiles. Al cierre de 2017 el margen operativo fue 0% frente a un promedio de 3,2% en los últimos 5 años. FIX entiende que en 2018 el resultado operativo sería cercano al 4,5% en 2018. Fruto de importantes recursos correlacionados a la actividad hidrocarburífera, registrados como ingresos de capital, presenta márgenes financieros superavitarios, en promedio del 8,6% en los últimos 5 años.

Elevada rigidez presupuestaria: la MCR registró en 2017 un gasto operativo sobre ingresos operativos del 100%, lo que reduce su flexibilidad presupuestaria.

Buena autonomía fiscal: si bien presenta una buena autonomía, se encuentra limitada a una concentración al sector hidrocarburífero. Los ingresos locales de la MCR representaron un 70,9% del total de los ingresos operativos en 2017, con un promedio de 65,5% para el período 2013-2016. FIX destaca que los restantes ingresos provienen de la coparticipación de impuestos federales y provinciales cuya distribución es automática y determinada por ley. La exposición de la MCR a ingresos discrecionales en el período analizado fue prácticamente nula. Los aportes nacionales y provinciales recibidos en 2017 fueron por la emergencia climática.

Buena liquidez: en 2017 la MCR presentó disponibilidades sin afectación por \$ 256 millones, equivalente al 7,8% de los ingresos totales y 2,2x (veces) los pasivos corrientes. La deuda flotante ascendió a \$115,6 millones lo que representó 14,1 días del gasto primario y 4,7% de los ingresos operativos. Adicionalmente cuenta con depósitos a plazo fijo por \$ 254 millones con asignación específica a obra pública, por lo que no son de libre disponibilidad.

Ínfimo nivel de endeudamiento: el nivel de apalancamiento a 2017 fue equivalente al 0,5% de los ingresos corrientes. FIX opina que el endeudamiento de la MCR se presenta con una composición adecuada, dado a que si bien el 100% está en dólares, la Municipalidad tiene el 29,4% de los ingresos totales y el 14,5% de los ingresos corrientes correlacionados directamente al tipo de cambio y el valor del barril de petróleo de tipo escalante.

Expectativa de acceso al mercado de capitales: el Poder Ejecutivo contempla la posibilidad de una emisión de deuda pública por hasta \$1.000 millones. La emisión cuenta con autorización legislativa (Ordenanza Nro 13.426/18) y tiene destino específico a obra pública. FIX estima que al cierre de 2018, asumiendo todo el uso del crédito presupuestado y una deuda adicional por hasta \$ 1.000 millones, el apalancamiento municipal podría elevarse a bajo 28,9% de los ingresos corrientes proyectados.

Potencial económico y adecuados indicadores socio-económicos: el peso relativo del sector de hidrocarburos, la convergencia a precios internacionales y la generación de marcos regulatorios, ubican a la MCR en una buena posición para el desarrollo de su economía, y obtener una mejora en sus finanzas; ello dependerá del manejo prudente de las finanzas públicas y adecuados términos y condiciones del endeudamiento autorizado.

Sensibilidad de las calificaciones

Desempeño operativo y endeudamiento: un deterioro del margen operativo, junto a un endeudamiento, con términos y condiciones poco sustentables que afecten la capacidad de pago de la Municipalidad, podrían derivar en una acción a la baja de las calificaciones.

Disciplina fiscal: una mayor flexibilidad y disciplina fiscal que logre el desacople de los gastos corrientes de ingresos condicionados por variables exógenas, alcanzando márgenes operativos positivos y estables en el tiempo, podría implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el mediano plazo.

Resumen: fortalezas y debilidades

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

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Buena autonomía fiscal, aunque expuesta a factores exógenos.
- Potencial económico basado en el peso relativo de la actividad de hidrocarburos, aunque la concentración económica se presenta como una limitante.
- Generación de marco regulatorio y sendero de precios previsible para el desarrollo de la actividad hidrocarburífera.
- Ínfimo nivel de endeudamiento con adecuado calce de moneda.

Debilidades:

- Ajustado desempeño operativo, aunque con adecuados y estables márgenes financieros.
- Elevada rigidez del gasto, expuesto a presiones inflacionarias y salariales.
- Economía concentrada en el sector de hidrocarburos.
- Altos requerimientos de inversión en infraestructura
- Baja experiencia en el mercado de capitales.

Marco institucional

Contexto Nacional-Provincial

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. Si bien la dinámica de los ingresos en 2018 acompaña la evolución de los precios, el 2019 en un contexto de estancamiento económico y elecciones nacionales y provinciales, se presenta como incierto. 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.

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

Crterios Relacionados

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

financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la situación de los regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

Con este Acuerdo se estableció la eliminación gradual, a partir de 2016 y hasta 2020, de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social en función al Pacto Fiscal que existía entre Nación y Provincias. Adicionalmente, se estableció la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de los recursos desde el primer año. A partir del 2016 pudieron recibir un crédito de libre disponibilidad otorgado por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), equivalente a 6% del total de la detracción del 15% y en los años 2017 a 2019 por el 3%. La amortización es a los 4 años del desembolso original y con intereses semestrales a una tasa de interés nominal subsidiada del 15% anual para los años 2016 y 2017 y del 12% para 2018 y 2019. Los préstamos están garantizados con cesión de coparticipación federal que le corresponda a la respectiva Provincia.

En los casos de las provincias de Santa Fe, San Luis y Córdoba que había realizado demandas sobre este punto, a fines del 2015, la Corte Suprema de Justicia de la Nación declaró inconstitucional la detracción del 15% sobre los impuestos coparticipados que se realizaba para financiar a la ANSES y obtuvieron su devolución en un 100%.

El 16 de noviembre de 2017 las provincias argentinas firmaron un Consenso Fiscal con la Nación donde se acordaron los lineamientos principales para amonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos, con una correspondiente compensación de ingresos, adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal y avanzar en la sanción de una nueva Ley de Coparticipación. Este Consenso fue ratificado por el Congreso Nacional y por la mayoría de las legislaturas provinciales, entre las que se incluye a la Provincia de Chubut.

En opinión de FIX, el acuerdo alcanzado con el FMI en 20 de junio de 2018 impactará en una contracción del gasto nacional y en la necesidad de articular consensos políticos hacia una convergencia fiscal nacional y subnacional. Los subsoberanos se verán afectados por menores transferencias discrecionales y la expectativa de un período recesivo de la actividad económica. No obstante, FIX considera que el total de recursos proyectados por transferencias nacionales a provincias (automáticas y discrecionales corrientes y de capital), se incrementaría por encima de la inflación en 2018. El incremento de los recursos de transferencia automática de la Coparticipación Federal se explica principalmente por la inflación, el fallo de la CSJN por financiamiento de AFIP y el 3% adicional de recursos coparticipables en base al acuerdo Nación Provincias y el Consenso Fiscal. En el marco de este acuerdo con el FMI, el Gobierno Nacional eliminó en agosto de 2018 la coparticipación del Fondo Federal Solidario a Provincias y Municipios, lo que repercutiría en una desaceleración del nivel de ejecución de la obra pública o en un deterioro de los márgenes financieros.

Provincia de Chubut – Municipalidad de Comodoro Rivadavia

La Provincia está subdividida en 16 departamentos y posee 47 localidades. Los municipios son independientes de todo otro poder en el ejercicio de sus funciones y gozan de autonomía política, administrativa y financiera.

La ciudad de Comodoro Rivadavia es la más poblada de la Provincia del Chubut y sede de la Municipalidad. Acorda a lo estipulado en la Constitución de la Provincia de Chubut y en la Carta Orgánica Municipal, Comodoro Rivadavia posee autonomía política, administrativa, económica, financiera e institucional.

El gobierno municipal de esta ciudad se compone de un Departamento Ejecutivo y un Concejo Deliberante. Los miembros del gobierno municipal son elegidos directamente por voto popular y duran cuatro años en sus funciones con la posibilidad de reelección inmediata por un período adicional; luego deberá esperar un mandato completo para poder postularse nuevamente. El Concejo Deliberante está compuesto por doce miembros

Las Municipalidades de la Provincia de Chubut tienen derecho a elaborar su propio presupuesto a fin de gobernar y administrar los intereses públicos locales. Las principales responsabilidades son la provisión de servicios locales básicos como ser alumbrado público, recolección de basura, limpieza, pavimentación, entre otros y cada vez con mayor incidencia la planificación y ejecución de infraestructura pública. En el caso de Comodoro Rivadavia tiene a su cargo centros de salud, culturales y deportivos. Para financiar estos servicios, las Municipalidades tienen potestad de establecer, administrar y recolectar sus propios ingresos (ingresos brutos, tasas, impuestos y contribuciones). Por su parte, también tienen derecho a percibir ingresos tributarios, transferencias corrientes y otros aportes de parte de terceros (Provincia de Chubut y Nación). El principal ingreso tributario que reciben las Municipalidades es la Coparticipación que distribuye la Provincia del Chubut.

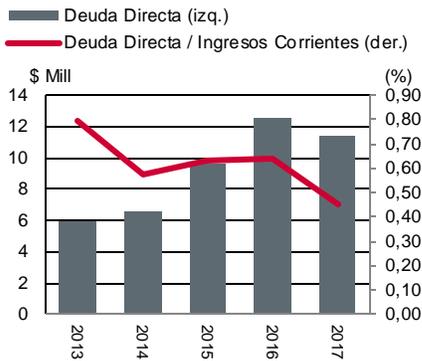
De acuerdo con la Ley Provincial II N° 6 (antes Ley Provincial N° 1.564), los municipios y comisiones de fomento de la Provincia tienen derecho a recibir, un 11% de los montos de coparticipación federal percibidos por la Provincia. De acuerdo a esa Ley, de ese 11%, el 20% se distribuye en partes iguales entre las municipalidades y comisiones de fomento y el restante 80% se distribuye en relación directa a la población. Al Municipio de Comodoro Rivadavia le corresponde un 33.21% del 80% distribuido de acuerdo a la población.

Adicionalmente la Provincia coparticipa a los Municipios el 16% de las regalías hidrocarburíferas, el 15,1% de las hidroeléctricas y el 32,8% del Fondo Federal Solidario hasta el mes de agosto de 2018, cuando la coparticipación de este fondo fue derogada. Adicionalmente, la Municipalidad recibe transferencias de la Provincia en concepto del Bono Hidrocarburífero (Ley XVII N°102). Estos recursos se originan por la explotación de los recursos hidrocarburíferos y como compensación por su agotamiento. El objeto de estos recursos es garantizar el desarrollo de las generaciones futuras a partir de la inversión en tecnología, investigación y desarrollo, diversificación de la matriz energética y productiva. El importe en concepto de Bono de Compensación de los Hidrocarburos para el Desarrollo Sustentable es del 3% del valor de Boca de Pozo. Estos recursos se destinan a una cuenta que comprende como beneficiarios a los Municipios y Comunas Rurales de la Comarca Senguer - San Jorge; el que se distribuye en un 50% entre los municipios en forma proporcional a la cantidad de habitantes (corresponde a la MRC el 83,7%). El restante 50% se distribuye de acuerdo al Régimen de Coparticipación aplicable a las regalías (corresponde a la MRC el 40%).

Comodoro Rivadavia cuenta con ingresos propios de capital dados por el Convenio Complementario Pan American Energy (PAE) que determina un aporte especial complementario del 1% de los ingresos netos de la empresa. El 75% del mismo se distribuye de acuerdo a la población de la Cuenca Senguer – San Jorge, y el 25% restante a sindicatos. Adicionalmente la MCR recibe un 0.1% adicional de los ingresos netos de la empresa que se liquida directamente a la Municipalidad con fin específico a la realización de obra pública.

Por último, de acuerdo al artículo 55 de la Carta Orgánica Municipal, Comodoro Rivadavia puede recurrir al endeudamiento público como otra fuente de financiamiento, aunque con el destino exclusivo obras públicas y conversión de deuda existente.

Gráfico 1: Deuda de MCR



Fuente: Elaboración FIX sobre información MCR

Deuda, liquidez y contingencias

En el 2017 la deuda directa de la MCR es ínfima, y ascendió a \$ 11,4 millones, lo que significó una baja nominal del 9,3% respecto a la registrada en 2016. El nivel de apalancamiento a 2017 fue equivalente al 0,5% de los ingresos corrientes, registrando una tendencia declinante desde 2013 cuando exhibía un nivel del 0,8% (ver Gráfico 1). El muy bajo nivel de apalancamiento compara muy favorablemente contra el resto de los municipios calificados por FIX.

La MCR, tiene intenciones de endeudarse en el mercado de capitales por un monto de hasta \$ 1.000 millones, para el que cuenta con autorización legislativa por la Ordenanza Nro.13.426/18. El objetivo de la emisión es exclusivamente financiar obras públicas. El listado de obras que son objeto del endeudamiento son autorizadas por el Consejo Deliberante. La autorización legislativa autoriza la cesión de recursos en garantía de las operaciones de crédito: 1) Regalías Hidrocarburíferas, 2) Convenio suscripto entre la Municipalidad y Pan American Energy, 3) Ingresos de coparticipación federal y/o provincial, 4) Ingresos de rentas generales de origen municipal.

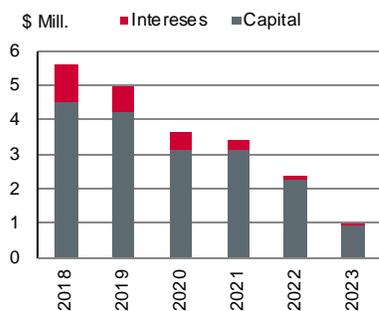
Para esta emisión, la MCR está trabajando con el Banco Chubut como asesor financiero, considerando emitir a 48 meses. FIX monitoreará los avances de este endeudamiento, términos condiciones y garantías.

La estructura de endeudamiento en el período 2013-2017 presenta casi con exclusividad al Banco Interamericano de Desarrollo (BID) como único acreedor. Estos endeudamientos son a tasa fija, en dólares y de largo plazo (5 a 10 años). El objeto de estos endeudamientos han sido la pavimentación de la Av 10 de Noviembre, adquisición de camiones regadores y financiamiento de un programa de regularización dominial. La totalidad del endeudamiento es en moneda extranjera. No obstante, FIX opina que el endeudamiento de la MCR se presenta con una composición adecuada, dado a que si bien el 100% está en dólares, la Municipio tiene el 29,4% de los ingresos totales y el 14,5% de los ingresos corrientes correlacionados directamente al tipo de cambio y el valor del barril de petróleo de tipo escalante.

En lo que refiere a la sostenibilidad de deuda, los servicios de deuda absorbieron un muy bajo 0,1% de los ingresos corrientes de 2017. El cronograma de deuda vigente se presenta como parejo a lo largo del tiempo (ver Gráfico 2) aunque FIX evaluará su evolución en caso de concretarse el endeudamiento en el mercado de capitales, cuyos términos y condiciones aún son inciertos. Para el análisis del endeudamiento autorizado se asume a un plazo de 48 meses con vencimientos de capital no bullet.

De acuerdo con el presupuesto 2018, los servicios de deuda absorberían 0,7% de los ingresos corrientes y el stock de deuda representaría 0,2% de los ingresos corrientes. Éste último indicador podría elevarse hasta el 34,8% de los ingresos corrientes presupuestados de acceder a todo el endeudamiento autorizado por ley. FIX en base a supuestos macrofiscales actualizados estima que el stock podría elevarse hasta el 28,6% de los ingresos corrientes proyectados en 2018 y los servicios de deuda también podrían absorber hasta un 3% de los ingresos corrientes. Los indicadores se mantendrían adecuados para el rango de calificación asignado.

Gráfico 2: Cronograma de Deuda



Fuente: MCR

Liquidez

Al 31/12/2017, la MCR contaba con saldos bancarios por \$ 256 millones, equivalentes a un 7,8% de los ingresos totales lo que se encuentra en línea con el 8,2% reflejado en 2016. Esto representó 2,2x (veces) el valor de los pasivos corrientes, levemente inferior al 2,9x reflejado al cierre del año anterior. Adicionalmente contaba con depósitos a plazo fijo por un equivalente a \$ 254 millones con asignación específica a obra pública, por lo que no son de libre disponibilidad.

Gracias a su buena situación de liquidez, la MCR no hace uso de la emisión de cheques de pago diferido para el manejo de pagos a proveedores. Asimismo, la MCR no ha solicitado anticipos de coparticipación provincial.

Otro mecanismo de liquidez que tiene la MCR es el uso de anticipos de fondos a la empresa PAE, en concepto de adelantos a los recursos del Convenio Complementario firmado entre la Municipalidad y la empresa. Actualmente el Municipio no tiene deudas por estos adelantos, pero los ha utilizado durante 2017.

La deuda flotante ascendió a \$ 115,6 millones lo que representó 11 días del gasto primario y un bajo 3,7% de los ingresos operativos, evidenciando una leve mejora respecto a 2016 cuando significó 13,2 días y 4,8% respectivamente. Casi la totalidad de la deuda flotante existente se explica bajo 3 conceptos: a) 18% personal, b) 40% bienes y servicios de funcionamiento, c) 20% de transferencias corrientes al sector privado.

Contingencias

La MCR no cuenta con entes públicos descentralizados ni posee deuda indirecta al cierre de 2017. No obstante, el Presupuesto 2018 asume una partida para contingencias legales por \$13 millones.

En el marco del acuerdo con el FMI y la convergencia fiscal nacional a 2019, el Gobierno Nacional dispuso una reducción de los subsidios al transporte provincial y municipal, que podría implicar erogaciones adicionales a la MCR por \$120 millones anuales, para sostener el equilibrio financiero de las empresas contratistas y mantener el precio actual de la tarifa.

Desempeño presupuestario

El sector público municipal de Comodoro Rivadavia consiste en la Administración Central (incluye el Poder Ejecutivo) y el Concejo Deliberante. En los Anexos A y B se exponen ambos en manera consolidada. Se analizaron los ejercicios fiscales de 2013 a 2017, parciales al primer trimestre 2017 y 2018, el proyecto de Presupuesto 2018 y proyecciones propias de la calificadora.

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de la MCR en 2017 fueron de \$ 2.522 millones lo que representó un incremento de 28,7% respecto al año anterior. Esto se explica en un crecimiento de 27,9% de los ingresos propios y del 29,2% de los ingresos de origen provincial y nacional. Para 2018 el proyecto de presupuesto municipal estima un incremento en los ingresos operativos del 24% respecto a los registrados en 2017. FIX estima que el crecimiento puede ser sensiblemente superior en base a supuestos macrofiscales actualizados, y sería cercano al 38%.

La MCR cuenta con una buena generación de recursos tributarios propios (ingresos brutos, tasas, impuestos y contribuciones) y no tributarios (tasas y derechos) que representaron un 70,9% sobre los ingresos operativos en 2017, por encima del promedio de 65,5% para el período 2013-2016. Como correlato, la Municipalidad cuenta con una baja dependencia de ingresos de origen provincial y nacional (29,1% sobre ingresos operativos en 2017). FIX pondera que éstos son recursos de distribución automática y determinados por ley provincial de coparticipación de impuestos.

La estructura de ingresos operativos propios presenta como principales componentes a los ingresos brutos de recaudación municipal (correspondiente a la actividad en el tejido urbano), impuestos inmobiliarios y automotores, y tasas y derechos (tasa al comercio e industria, abasto, de higiene urbana).

En 1989 se sancionó la Ley N° 3.098, que delegó en los municipios la administración, fiscalización y producido del Impuesto sobre los Ingresos Brutos proveniente de actividades

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2016	2017
- Ingresos Brutos	233	285
- Inmobiliario	124	179
- Automotores	230	337
<i>Tributarios municipales</i>	588	800
No tributarios	717	875
Tributarios terceros	560	664
Transferencias ctes	45	117
Ingresos operativos	1.909	2.456

Fuente: MCR

gravadas y producidas en el ámbito de la jurisdicción municipal, con excepción de la actividad ganadera y de los sujetos alcanzados por el Convenio Multilateral. Los municipios en Chubut establecieron distintas alícuotas, eximieron algunas actividades gravadas y permitieron que sus contribuyentes deduzcan anticipos del impuesto. Esta diversidad en el tratamiento del tributo comenzó a ser regulado con el Consenso Fiscal Municipal acordado durante 2018, que limita los techos de las alícuotas y establece un sendero de reducción desde 2018 y hasta 2022. En línea con el nacional, estableció la eliminación de tratamientos diferenciales en base a la radicación del contribuyente o producción del bien y desgravamiento de la exportación.

Las alícuotas de ingresos brutos recaudadas directamente por la MCR son en promedio del 1,5% al 2%, pero recientemente han sido reguladas por el Consenso Fiscal Municipal de la Provincia del Chubut. Las autoridades de la Municipalidad no estiman que esta convergencia tenga impacto fiscal considerable puesto que ya se encuentran por debajo de los límites establecidos. Se trata de un impuesto fuertemente correlacionado con el nivel de actividad económica y evolución del nivel de precios ya que se cobra sobre un porcentaje de las ventas.

Los mayores recursos operativos propios provienen por tasas y derechos (todos con contraprestación), que representaron el 38,2% de los ingresos propios en 2017. Las principales tasas son de comercio e industria (fuertemente vinculada a la actividad hidrocarburífera) y la de higiene urbana. Esta última tiene como contraprestación el alumbrado, barrido y limpieza del tejido urbano, pero sólo permite financiar el 60% de su costo.

Adicionalmente la Municipalidad recauda impuestos inmobiliarios y automotores. Sobre los primeros, el revalúo, recategorizaciones y diferenciación de los inmuebles por calidad constructiva realizado durante 2016 y 2017, es lo que explica el crecimiento del 40,4% respecto al año anterior y el 55,7% interanual al primer trimestre 2018. Asimismo se mejoró sustancialmente la tasa de cumplimiento del tributo, que se elevó al 55% en 2017 desde el 46% en 2015.

En relación a los ingresos por coparticipación, en virtud de la Ley Provincial II N° 6, se destacan los recursos por regalías, que representaron 19,8% de los ingresos operativos en el período 2013-2017. Estos recursos se incrementan al primer trimestre del 2018 un 50,9% y FIX espera evidencien un incremento total en 2018 superior al 100% dado por el incremento del precio del barril escalante, incremento en la actividad hidrocarburífera y la devaluación del peso. Es importante mencionar la nula dependencia de la MCR sobre ingresos corrientes discrecionales, siendo que todos los ingresos operativos de terceros operan en forma automática en cumplimiento de leyes nacionales o provinciales. Los aportes nacionales y provinciales recibidos en 2017 tuvieron origen en la emergencia climática. Asimismo, los recursos por coparticipación provincial serán reforzados luego de la firma del Consenso Fiscal provincial, dado el compromiso provincial de coparticipar el 11% de los incisos b y d del derogado Artículo 104 de la Ley del Impuesto a las Ganancias, y el 11% de la compensación que percibe la Provincia en el marco de los incisos a) y b) del Título II del Consenso Fiscal.

Gastos operativos

El gasto operativo de la MCR evidencia una alta rigidez. En 2017 fue de \$ 2.457,7 millones, lo que absorbió el 100% de los ingresos operativos del período. Esto significó un deterioro respecto al promedio de 96% reflejado en el período 2013-2016, que se explica por un mayor crecimiento de los gastos operativos respecto a los ingresos. Para 2018 el proyecto de presupuesto estima un crecimiento nominal del gasto operativo de 24% impulsado por un aumento en la masa salarial de 21,6%. FIX, en base a supuestos macrofiscales actualizados, estima que la expansión del gasto operativo sería cercana al 31,4% y la de la masa salarial del orden del 27,3%.

Tabla 2: Gastos Operativos

(millones de pesos corrientes)

	2016	2017
– Personal	1.145	1.364
– Servicios y Bs de consumo	399	561
– Transferencias corrientes	374	533
Gastos operativos^a	1.918,2	2.457,7

^a – no incluye intereses pagados.

Fuente: MCR

El mayor componente de las erogaciones de la comuna está dado por el gasto en personal que representó en promedio un 55,4% sobre los gastos operativos del período 2013-2017. La política de incrementos salariales de la MCR está fuertemente vinculada a las negociaciones paritarias con el Sindicato de Obreros y Empleados Municipales (SOEM), el mayoritario de la Municipalidad. Como resultado de ello en 2017 se otorgaron aumentos del 10%, 3% y 4% en abril, agosto y septiembre, con una cláusula gatillo contra la inflación que se activó en enero 2018 por el 4%. Lo anterior resultó en un crecimiento de la masa salarial en 2017 del 19,1% respecto al año anterior, algo inferior a la inflación.

Para 2018 se pactó un aumento del 10% en marzo y se están negociando nuevas compensaciones por la aceleración inflacionaria. Si bien se refleja estabilidad relativa en la planta de personal efectivo de la Administración Central (1.942 personas), anualmente se suman a la planta permanente los empleados contratados (aproximadamente 400).

El siguiente componente en importancia es el de “Bienes y Servicios”, que tuvo un significativo incremento del 40,8% en 2017 respecto al año anterior. Esta partida incluye los gastos vinculados a la recolección de residuos que realiza la empresa ‘Clear Urbana’ cuya última renovación se firmó en 2015 por una extensión de 10 años cuyos términos y condiciones incluyen recolección, barrido y traslado a planta. Los valores de referencia del contrato están influidos principalmente por los costos salariales del Sindicato de Camioneros.

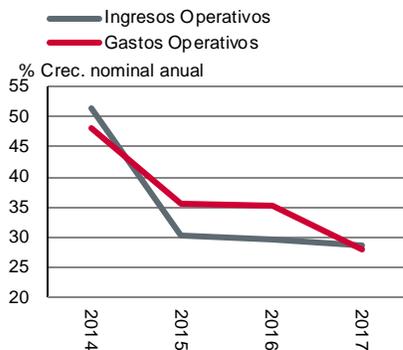
Por último, los gastos por transferencias al sector privado, se componen esencialmente de subsidios al transporte. El Municipio subsidia aproximadamente el 50% del valor teórico del costo del pasaje. La Municipalidad debe garantizar el equilibrio financiero de la empresa contratista. En 2019, el eventual corte de las transferencias de Nación a la Municipalidad por subsidios al transporte podría determinar un incremento sustancial de estos subsidios, por lo que es de esperar un mayor peso de estas transferencias en los próximos años.

Ahorro operativo e inversión

En el período 2013-2017, la MCR registró balances operativos positivos, aunque ajustados y volátiles. El margen operativo fue 3,2% en los últimos 5 años. FIX entiende que el resultado operativo sería cercano al 4,5% en 2018. No obstante, presenta márgenes financieros superavitarios, en promedio del 8,6% en los últimos 5 años, fruto de recursos correlacionados a la actividad hidrocarburífera que se registran como ingresos de capital que no fueron totalmente ejecutados.

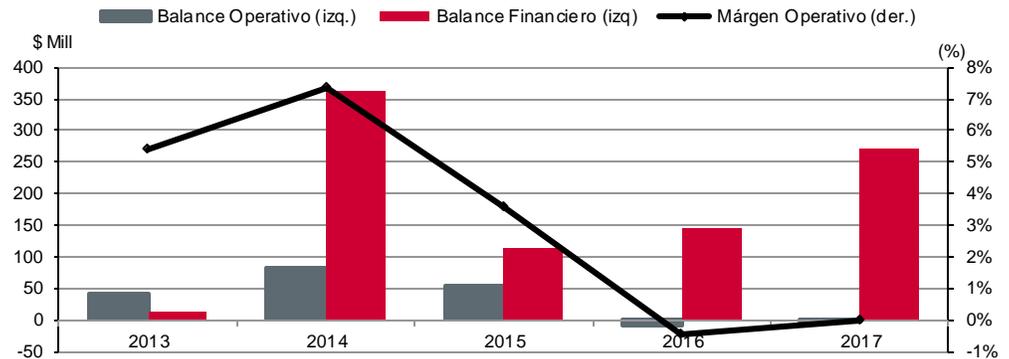
Al cierre de 2017 el margen operativo fue 0% frente al -0,5% en 2016. Esta leve mejora fue impulsada por un pequeño crecimiento superior de los ingresos operativos por sobre los gastos operativos (*ver Gráfico 3*). Para 2018 el proyecto de presupuesto estimaba un margen deficitario del -8,3% aunque FIX entiende que sería sustancialmente superior en base a variables macrofiscales actualizadas, mayores recursos tributarios por coparticipación (por regalías hidrocarburíferas impulsadas por el incremento del precio del barril Escalante, la devaluación del peso y el incremento de precios y la actividad hidrocarburífera), en la medida que se establezca una prudente política de gastos operativos.

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos de MCR



Fuente: Elaboración FIX sobre información MCR

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario de Comodoro Rivadavia



Fuente: Elaboración FIX sobre información MCR

Gráfica 4: Ahorro e Inversión de MCR



Fuente: Elaboración FIX sobre información MCR

Con relación a los balances financieros, la MCR registró superávits en los últimos 5 años en promedio del 8,6%. Estos márgenes financieros superavitarios se explican en que los gastos de capital fueron sistemáticamente menores a los ingresos de capital (ver Gráfico 4). Los ingresos de capital se originan en la asignación específica que tienen los recursos del Bono Hidrocarburífero, las transferencias de la emisión provincial del Bocade, los fondos provenientes del Convenio Complementario con PAE, y el Fondo Federal Solidario. Este último fue recientemente derogado pero sólo representó el 4,5% de los ingresos de capital en 2018. FIX estima que de sostener los planes de obra pública estimados en el Presupuesto 2018, la MCR alcanzaría un margen financiero del 15%, superior al promedio de los últimos 5 años, dado por el sensible incremento que se registrarían en los ingresos de capital relacionados a la actividad hidrocarburífera en un contexto económico de incremento del precio del barril escalante, devaluación del peso e incremento de la actividad petrolera.

De acuerdo al proyecto de Presupuesto 2018, el gasto en capital proyectado refleja un fuerte incremento (+38,1%) respecto al registrado en 2017. En el Presupuesto 2018 aun no se registraban los planes de obra pública a ser financiados con el mercado de capitales. El gasto en capital sobre las erogaciones totales representó en promedio un elevado 18,5% durante el período 2013-2017, mientras que la proyección presupuestada estima que este indicador se incremente a un 19,5%.

Gestión y Administración

El actual intendente es el Sr. Carlos Linares del Partido Justicialista, quien está ejerciendo su primer mandato, luego ser electo en el mes de diciembre del 2015. Su partido político cuenta con 8 concejales de un total de 12 miembros.

Perfil socio-económico

La Municipalidad de Comodoro Rivadavia es la ciudad más poblada de la Provincia del Chubut, ubicada en la sur de la Argentina. Está ubicada al centro este de la Patagonia en el corazón de la zona hidrocarburífera del golfo San Jorge. Junto con Neuquén, es la ciudad más importante de la Patagonia argentina. Cuenta con una población de casi 173 mil habitantes y concentra actividad comercial, de transporte regional y un importante punto de exportación. Por medio de su puerto se producen exportaciones de petróleo, productos industriales y agrícolas regionales.

Población

Según el Censo 2010, Comodoro Rivadavia registró 173.266 habitantes lo que representó un 33,75% de la población provincial. El crecimiento demográfico del municipio respecto al Censo 2001 fue del 29%, sensiblemente superior al 23% registrado a nivel provincial y 10,6% a nivel nacional. Este incremento poblacional, determinará mayores gastos por demandas de servicios públicos.

Economía

La ciudad de Comodoro Rivadavia es el centro comercial, industrial y de servicios de la Provincia del Chubut y de la Patagonia. Como todas las provincias argentinas, la economía del Chubut se encuentra dominada por el sector terciario o de servicios, con una participación sobre el PBG provincial del 56,8% en 2014. Dentro de este sector, tiene peso la administración pública, teniendo el sector público un importante rol (8,7%).

Por su parte, el sector primario también es muy importante para Chubut, con una participación sobre el PBG provincial en 2014 equivalente al 16,4%, muy por encima de la media nacional (11,1%). Esta diferencia se explica por el peso y concentración de la economía provincial del sector de hidrocarburos, que representa un 13,4% del PBG. La actividad de la MCR gira en torno a los recursos hidrocarbúricos, energías renovables, industria química, construcción y la pesca.

El PBI de la Provincia del Chubut significa el 2,2% del PBI nacional y su fuerza laboral representa un 1,3% de los puestos laborales totales del país, de acuerdo con datos al 2017 sobre base 2004.

Desempleo y Pobreza.

El INDEC proporciona datos semestrales de Comodoro Rivadavia – Rada Tilly. De acuerdo con éstos, el nivel de actividad, empleo y desocupación se mantuvieron estables en un 39,1%, 37,6% y 4% respectivamente en el primer trimestre de 2018 mientras que los mismos indicadores ascendieron a 39,4%, 37,3% y 5,3% respectivamente en igual período de 2017.

Por su parte, la población bajo la línea de pobreza representó el 13,9% a diciembre de 2017, frente al 15,7% en el segundo semestre de 2016.

Anexo A

Municipalidad de Comodoro Rivadavia

Administración Central

S Millones	2013	2014	2015	2016	2017
Tributarios (inc. contribuciones, tasas, y coparticipación) ^a	467,1	662,7	874,4	1.148,1	1.464,8
Transferencias Corrientes	0,7	110,7	89,4	44,7	117,0
No Tributarios y Otros Ingresos Operativos	278,3	356,2	507,5	716,6	875,1
Ingresos Operativos	746,1	1.129,5	1.471,3	1.909,5	2.456,8
Gastos Operativos	-705,8	-1.046,3	-1.418,4	-1.918,2	-2.457,7
Balance Operativo	40,2	83,2	52,9	-8,7	-0,9
Intereses Cobrados	10,2	27,2	67,3	56,8	65,1
Intereses Pagados	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8
Balance Corriente	49,9	109,8	119,7	47,4	63,4
Ingresos de Capital	47,2	542,9	550,3	550,2	777,5
Gastos de Capital	-70,1	-268,4	-532,4	-421,3	-535,5
<i>Balance de Capital</i>	<i>-22,9</i>	<i>274,5</i>	<i>18,0</i>	<i>128,9</i>	<i>242,0</i>
Balance Financiero	27,0	384,3	137,6	176,3	305,4
Disposición de Nueva Deuda	0,0	0,0	8,7	3,6	0,0
Amortización de Deuda	-2,3	-9,0	-1,8	-2,3	-2,6
<i>Movimiento Neto de Deuda</i>	<i>-2,3</i>	<i>-9,0</i>	<i>6,9</i>	<i>1,3</i>	<i>-2,6</i>
Resultado Final	24,7	375,3	144,6	177,7	302,8
DEUDA					
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	6,0	6,6	9,6	12,5	11,4
Deuda Directa	6,0	6,6	9,6	12,5	11,4
+ Otra deuda clasificada por FIX	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	6,0	6,6	9,6	12,5	11,4
- Liquidez	72,4	139,7	170,6	203,5	256,0
Riesgo Directo Neto	-66,4	-133,1	-161,0	-191,0	-244,7
Garantías y Otros Pasivos Contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Directa Neta (Entes Públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Neto Total	-66,4	-133,1	-161,0	-191,0	-244,7
Notas de Deuda Directa:					
% en moneda extranjera	91,28	93,98	97,32	99,14	100,00
% Bonos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
% Tasa de Interés Fija	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Municipalidad de Comodoro Rivadavia

Anexo B

Municipalidad de Comodoro Rivadavia

Administración Central

	2013	2014	2015	2016	2017
Ratios de Desempeño Presupuestario					
Balance Operativo/Ingresos Operativos (%)	5,39	7,37	3,60	-0,45	-0,04
Balance Corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	6,59	9,49	7,78	2,41	2,51
Balance Financiero /Ingresos Totales ^b (%)	3,36	22,61	6,59	7,01	9,25
Resultado Final /Ingresos Totales (%)	3,08	22,08	6,92	7,06	9,18
Balance Financiero /PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crecimiento de Ingresos Operativos (variación anual %)	n.d.	51,40	30,26	29,78	28,66
Crecimiento de Gastos Operativos (variación anual %)	n.d.	48,24	35,56	35,23	28,13
Crecimiento Balance Corriente (variación anual %)	n.d.	120,17	8,98	-60,38	33,73

Ratios de Deuda

Crecimiento de Deuda Directa (variación anual %)	n.d.	9,70	46,37	29,95	-9,34
Intereses Pagados/Ingresos Operativos (%)	0,08	0,05	0,04	0,04	0,03
Balance Operativo/Intereses Pagados (x)	69,15	135,73	98,72	-11,79	-1,18
Servicios de Deuda Directa/Ingresos Corrientes (%)	0,38	0,83	0,15	0,15	0,13
Servicios de Deuda Directa/Balance Operativo (%)	7,08	11,57	4,41	-34,52	-366,27
Deuda Directa/Ingresos Corrientes (%)	0,79	0,57	0,63	0,64	0,45
Riesgo Directo/Ingresos Corrientes (%)	0,79	0,57	0,63	0,64	0,45
Deuda Directa/Balance Corrientes (años)	0,12	0,06	0,08	0,26	0,18
Riesgo Directo/Balance Corrientes (años)	0,12	0,06	0,08	0,26	0,18
Riesgo Final Neto/Ingresos Corrientes (%)	-8,78	-11,51	-10,46	-9,71	-9,70
Deuda Directa/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda Directa per Cápita (\$)	34	37	55	71	64

Ratios de Ingresos

Ingresos Operativos/Ingresos Operativos Presupuestados (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Impuestos /Ingresos Operativos (%)	62,61	58,67	59,43	60,13	59,62
Impuestos Locales /Impuestos Totales (%)	43,13	41,36	46,96	51,22	54,66
Transferencias Corrientes Recibidas /Ingresos Operativos (%)	0,09	9,80	6,08	2,34	4,76
Ingresos Operativos/Ingresos Totales ^b (%)	92,85	66,46	70,43	75,88	74,46
Ingresos Totales ^b per capita (\$)	4.539	9.600	11.799	14.215	18.637

Ratios de Gastos

Gastos Operativos/Gastos Operativos Presupuestados (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto en Personal/Gasto Operativo (%)	57,97	56,58	56,51	59,71	55,49
Transferencias Corrientes Realizadas/Gastos Operativos (%)	14,20	18,10	18,69	19,51	21,68
Gasto de Capital/Gasto de Capital Presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de Capital/Gasto Total (%)	9,00	20,27	27,26	17,98	17,87
Gasto de Capital/PBG (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto Total per cápita (\$)	4.399	7.481	11.032	13.231	16.926

Financiamiento de Gasto de Capital

Balance Corriente/Gasto de Capital (%)	71,16	40,91	22,48	11,25	11,84
Ingresos de Capital/Gasto de Capital (%)	67,39	202,26	103,37	130,60	145,18
Movimiento Neto de Deuda/Gasto de Capital (%)	-3,24	-3,36	1,31	0,31	-0,48

^a incluye intereses cobrados por préstamos, depósitos y otros

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Municipalidad de Comodoro Rivadavia.

Anexo D. 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 16 de octubre de 2018 asignó la siguiente calificación pública a la Municipalidad de Comodoro Rivadavia:

Concepto / Título	Calificación Pública	Perspectiva
Emisor Endeudamiento de Largo Plazo	BBB+(arg)	Estable

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

Nota: 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 realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Municipalidad de Comodoro Rivadavia:

- Ejecución Presupuestaria de 2013 a 2017 y stock de deuda.
- Ejecución Presupuestaria de al primer trimestre 2017 y 2018, y stock de deuda.
- Proyecto de Presupuesto año 2018.
- Estadísticas sobre indicadores socio-económicos disponibles en www.indec.gob.ar

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.gob.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 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. lleva 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.