

Escenario Actual: Finanzas Públicas Argentina

Reporte de desempeño y perspectivas

Factores claves de la calificación: el análisis de los entes sub-soberanos se inicia con la evaluación del marco institucional bajo el cual opera. Se analiza: i) el sistema de gobierno, la relación entre los distintos niveles de gobierno y poderes, ii) las principales leyes y regulaciones, iii) las fuentes de ingresos, su distribución y sustentabilidad versus la responsabilidad sobre los gastos; y iv) transparencia y regulaciones prudenciales. Evaluado este marco, FIX enfoca el análisis considerando los siguientes factores: economía y gestión, finanzas, desempeño y flexibilidad fiscal, deuda y liquidez.

Marco institucional: en la Argentina existe 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 impone en la mayoría de los casos desfases estructurales en las cuentas fiscales de las Provincias y una mayor dependencia de las Provincias de los recursos de origen nacional, tanto para financiamiento de gastos corrientes y de capital como para la emisión y refinanciación de deuda. FIX no prevé cambios en este escenario para el corto-mediano plazo y estima que los problemas estructurales podrán acentuarse de mediar un escenario económico más adverso y de mayor volatilidad.

Buenos niveles de endeudamiento con deterioro de la capacidad de pago: en los últimos años, el nivel de endeudamiento del consolidado provincial mejoró y es bueno, a datos estimados del 2014 la deuda representó un bajo 32,1% de los ingresos corrientes. Sin embargo, a pesar de no registrar un problema de solvencia a nivel consolidado, FIX entiende que la capacidad de pago de algunas Provincias sufrió un deterioro producto de no poder financiarse a largo plazo, lo que afectó directamente la liquidez de las mismas y el riesgo de refinanciación.

Riesgo de refinanciación: en muchas Provincias Argentinas se esperan importantes necesidades financieras para el cierre del 2015 debido a un perfil de deuda de corto-mediano plazo y por desequilibrios fiscales-financieros que imponen una necesidad de una constante refinanciación de los vencimientos de deuda. En el mercado local se encontró dicha financiación pero queda evidente la necesidad de alargar los plazos. Adicionalmente, una mayor dificultad en la refinanciación de los vencimientos podría derivar en un importante crecimiento de la deuda flotante, lo que resultaría en una mayor presión sobre la liquidez de las Provincias.

Limitada flexibilidad presupuestaria: a nivel consolidado, las Provincias Argentinas tienen una limitada flexibilidad presupuestaria. Del total de los recursos, solo el 39,3% son ingresos locales (excluyendo dentro del cálculo a la Ciudad de Buenos Aires). A esto se suma una estructura del gasto muy rígida, el 57,2% de los ingresos operativos se destinan al gasto en personal. FIX considera que existe un problema estructural difícil de resolver en el corto-mediano plazo.

Volátil desempeño presupuestario: la dependencia de los ingresos que transfiere el Gobierno Nacional, tanto en forma automática y discrecional, y la evolución de los precios y salarios, que presiona sobre el gasto operativo, han determinado una importante volatilidad en el desempeño operativo. FIX entiende la misma podrá magnificarse en un período electoral como el de cierre del 2015.

Años de transición en la gestión y administración: como el 2015 es un año de transición con posible registro de deterioro del desempeño presupuestario de los gobiernos provinciales y

Analistas

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

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

FIX SCR S.A. AGENTE DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO
"afiliada de Fitch Ratings" -en
adelante FIX o la Calificadora

se espera que recién a partir de mediados del 2016, con un escenario político cierto, se empiecen a delinear los nuevos planes de gobierno.

Sensibilidad

Perspectiva Negativa: FIX considera que la perspectiva para el sector de sub-soberanos en la Argentina es negativa producto de un entorno económico adverso en cuanto al nivel de actividad, evolución del nivel de precios y el tipo de cambio y presión sobre los gastos que impactan en los márgenes operativos, sostenibilidad de deuda y refinanciación de pasivos.

FIX opina que la evolución de las finanzas de los sub-soberanos será particularmente relevante en el año 2016, con la renovación de autoridades a nivel nacional y provincial. La sensibilidad de las calificaciones individuales dependerá de la evolución de los ingresos, el grado de flexibilidad en el control de gastos, en el nivel y tipo de endeudamiento y riesgo de refinanciación con el cual se encuentre cada sub-soberano en el próximo año dentro de un escenario con menores incertidumbres. Las distintas Provincias enfrentan dicho escenario en forma disímil.

Marco institucional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las Provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo en las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los principales tributos.

Lo anterior ha resultado en una mayor dependencia de las provincias de los recursos de origen nacional, tanto para financiamiento de gastos corrientes y de capital como para la emisión y refinanciación de deuda. 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.

De esta forma la flexibilidad presupuestaria de las provincias es cada vez más acotada sumada a una estructura de gasto más inflexible a la baja: el gasto en personal representa aproximadamente el 57% de los ingresos operativos de las entidades sub-nacionales, mientras que este gasto representa el 13% a nivel nacional.

La Nación a través del Banco Central de la República Argentina (BCRA) ha impuesto nuevas reglas que ha limitado el acceso al mercado único y libre de cambios (MULC), afectando por ejemplo el pago de las deudas en moneda extranjera bajo Ley Nacional.

Por su parte las municipalidades de las distintas Provincias tienen como principales responsabilidades la provisión de servicios locales básicos: alumbrado público, limpieza, pavimentación, entre otros y en su mayoría participan de un esquema de redistribución de los recursos provinciales y nacionales con la Provincia. Esto las dota de cierta independencia financiera aunque en general dependen en parte de transferencias discrecionales por parte de las Provincias para cubrir sus gastos operativos. No obstante, en algunas Provincias como La Rioja, no existe una ley de distribución de recursos provincial y las transferencias de recursos a municipios se rigen mediante acuerdos transitorios anuales con cada uno. En estos casos existe una mayor limitación sobre la autarquía de los municipios y da lugar a una falta de planificación y previsión en la administración municipal y a niveles de discrecionalidad por parte de los Poderes Ejecutivos Provinciales.

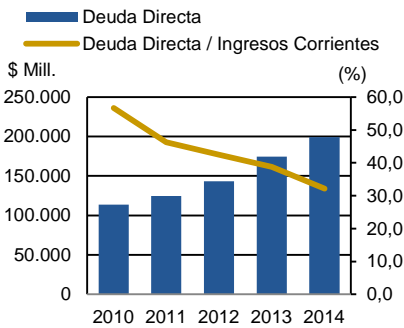
FIX opina que el marco institucional entre Nación-Provincias y Provincias-Municipios no cambiará en el corto-mediano plazo y que los problemas estructurales podrán acentuarse en un escenario económico más adverso y de mayor volatilidad. En la mayoría de los casos, los cambios requieren un consenso político de las distintas fuerzas políticas que es difícil se logre en el corto plazo, aún más transitando un año electoral como el 2015.

Deuda y Liquidez

En los últimos cinco años el nivel de deuda consolidada provincial aumentó un 15% en promedio anual, por lo que en un escenario de incremento de los ingresos promovido principalmente por la evolución de los precios, la deuda en términos de los ingresos corrientes mejoró durante el período 2010-2014: a datos estimados del 2014, la deuda representó un 32,1% frente a un 56,7% en el 2010, indicador que se encontraba por encima del 100% en el 2005.

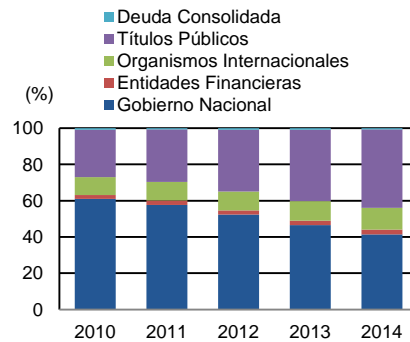
A su vez, la composición de deuda en el consolidado provincial ha empeorado en los últimos años: aumentó la exposición cambiaria, se redujeron plazos y tasas más elevadas. A datos estimados del 2014, el 41,3% de la deuda se concentraba en el Gobierno Nacional siendo una deuda de largo plazo, en pesos, a tasa fija y con un acreedor amigable; mientras que en 2010 esta deuda representaba el 61,0%. Dadas las necesidades financieras de algunas Provincias y las condiciones del mercado de capitales local, la deuda bajó a más corto plazo, con un aumento de la deuda en Títulos Públicos, denominada en moneda extranjera y con tasas más altas.

Evolución Deuda Consolidada



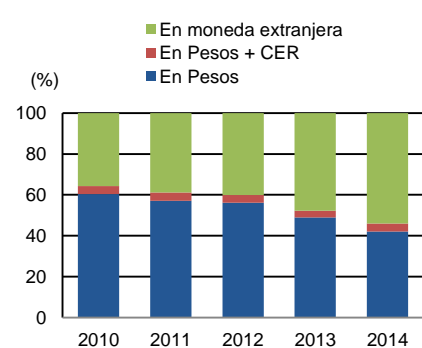
Fuente: Cálculos Fix en base a E&R

Deuda por Acreedor



Fuente: Cálculos Fix en base a E&R

Deuda por Moneda



Fuente: Cálculos Fix en base a E&R

Si bien el nivel de apalancamiento de deuda del consolidado provincial mejoró en los últimos años, la capacidad de pago de algunas Provincias sufrió deterioro. Muchas Provincias son activas en el mercado de capitales local como medio para acceder a fuentes de financiamiento alternativas a fin de lograr un alivio financiero.

Algunas Provincias tienen un desempeño operativo más débil explicado por: i) la presión que reciben de las Cajas de Jubilaciones, en aquellos casos que no fueron transferidas a la Nación y no están recibiendo los fondos del Gobierno Federal para financiar los déficits, ii) un gasto cada vez más rígido por la presión de los salarios y la evolución del nivel de precios que impacta en un incremento de los gastos operativos muy por encima de las expectativas presupuestarias, iii) economías regionales muy concentradas en una actividad y con márgenes sujetos a precios exógenos; y iv) estructuras de recursos altamente dependientes de

transferencias discrecionales de la Nación que le aportan una importante volatilidad al desempeño operativo y falta de previsibilidad a futuro.

Por ello, muchas Provincias al necesitar fondos de financiamiento adicionales recurren al mercado local que impone condiciones poco favorables para la estructura fiscal y financiera. El plazo promedio de la deuda consolidada se encuentra en 4,7 años en el 2014, mientras en el 2011, luego del Programa de Desendeudamiento Provincial era de 7,1 años. En varios de las Provincias calificadas por FIX, este indicador está muy por debajo del promedio; por ejemplo, la Provincia de Entre Ríos, tiene un plazo promedio de deuda de 2 años en el 2014, Neuquén de 2,7 años y Chaco 3,2 años.

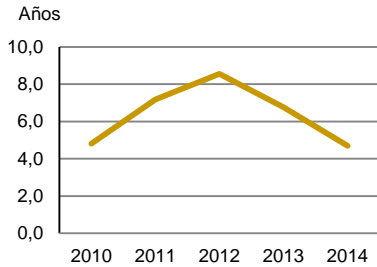
La reducción de la vida promedio de la deuda, impone una constante necesidad de refinanciación de los vencimientos de deuda. En el mercado local se encontró dicha financiación pero queda evidente la necesidad de alargar los plazos. Inclusive, la mayoría de las Provincias Argentinas se encuentran adheridas a la Ley de Responsabilidad Fiscal que impone como requisito de endeudamiento una previa autorización del Gobierno Nacional, que muchas veces se dilata en el tiempo o no se logra en los montos solicitados, por lo que esto impone un mayor riesgo de refinanciación.

Los servicios de deuda del consolidado provincial representan aproximadamente un 96,6% del promedio de los últimos tres años del ahorro operativo, indicador que mejoró respecto al 183% del 2010, gracias a la implementación del Programa de Desendeudamiento Provincial lanzado por el Gobierno Nacional al cual se adherieron 17 Provincias. Este Programa consistió en un período de gracia de capital e interés hasta diciembre de 2011, extensión del plazo de vencimientos hasta el año 2030, descuentos de capital por aportes federales adeudados a las Provincias, fijación de tasa de interés en un 6% anual y, principalmente, anulación de la indexación por inflación. El período de gracia fue prorrogado en sucesivas oportunidades y actualmente tiene prorrogas trimestrales que se espera se mantenga para todo el año 2015.

A pesar de este alivio financiero, FIX considera que este indicador es elevado y en muchas Provincias supera más del 100% en promedio de los últimos años, tanto por un desempeño operativo volátil como por la devaluación de la moneda que impacta en la deuda contraída en dólares y/o por una mayor deuda de corto plazo. Por ello, las necesidades de financiamiento para el año 2015 en términos generales siguen siendo altas por lo que se prevé un aumento nominal de la deuda consolidada con presión de los servicios en el corto y mediano plazo. De existir un mayor riesgo de refinanciación de la deuda también podría incrementarse la deuda flotante.

Actualmente el mercado de capitales local se presenta como la principal alternativa de financiamiento, prueba de ello es que en el año 2014, las Provincias colocaron aproximadamente \$12.933 millones a través de Letras de Tesorería y \$5.165 millones de Títulos Públicos. El 2015 se presenta como un año más activo en colocaciones de entes subnacionales, al primer semestre de 2015 se emitieron \$12.828 millones en Letras de Tesorería, un 213% por encima de lo emitido en el mismo período del 2014 y aproximadamente \$4.428 millones en Títulos Públicos, un 54% por encima de lo emitido en el primer semestre de 2014. Las Provincias más activas en el mercado local son Buenos Aires, Ciudad de Buenos Aires, Entre Ríos, Neuquén y Mendoza. En el caso de la Ciudad de Buenos Aires, al que se suma también la Provincia de Salta, las emisiones de deuda de estos años tuvieron por finalidad de obras de infraestructura. FIX considera importante analizar los planes alternativos de financiamiento con los que se encuentran trabajando varias Provincias con el fin de aliviar la presión sobre la liquidez en el corto plazo. El acceso al mercado de capitales internacional se plantea como una opción atractiva para mejorar los plazo y las tasas de endeudamiento,

Vida Promedio de Deuda



Fuente: Cálculos Fix en base a E&R

aunque existe incertidumbre sobre la falta de resolución del litigio con los holdouts y el contexto y la evolución de la economía nacional, más en un año electoral.

No obstante, en el año 2015 tanto la Ciudad de Buenos Aires (CBA) como la Provincia de Buenos Aires (PBA) lograron obtener financiamiento externo. La CBA, emitió en febrero un bono por US\$500 millones bajo el Programa (EMTN) por hasta US\$2.290 millones de euros. Este bono está denominado en dólares estadounidenses, a una tasa fija del 8,95% y pagadero en forma semestral. El vencimiento es a seis años, con pagos anuales en los últimos tres años. La emisión le permitió a la Ciudad refinanciar parte de los vencimientos de deuda del 2015 y mejorar el perfil de vencimientos de su deuda.

En junio de 2015, la PBA emitió un bono por US\$500 millones con vencimiento en 2021 a tasa fija del 9,95%, pagadera semestralmente. La madurez es a seis años, con pagos anuales en los últimos dos años. Con el 75% de estos títulos, la Provincia canjeó gran parte de la deuda que vencía en octubre de este año y el restante de los fondos serán utilizados para obras de infraestructura.

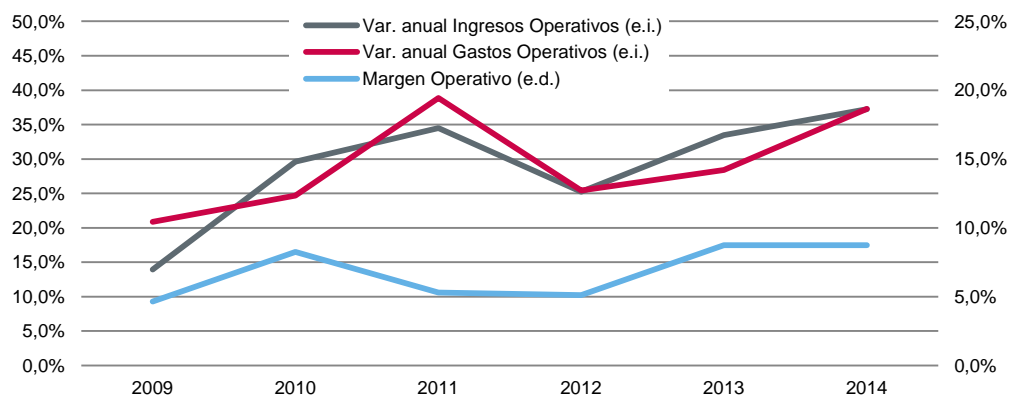
Recientemente, la Provincia del Neuquén aprobó la ley provincial 2952 que autoriza la emisión de títulos garantizados por hasta US\$ 350 millones para el pago de vencimientos de deuda. Los títulos se encuentran garantizados por la cesión de ciertos ingresos de regalías y cánones extraordinarios de la producción de gas.

Por último, FIX considera que muchas de las Provincias Argentinas tienen importantes requerimientos de infraestructura lo que implicaría un mayor endeudamiento, No obstante, es importante que las condiciones de mercado sean mejores para lograr una deuda de mayor plazo y monto que tengan su correlato con los tiempos de las inversiones en obras públicas. Es probable que de mediar cierta estabilidad en las variables macroeconómicas y se concreten expectativas de crecimiento, hacia la segunda mitad del 2016 las Provincias consideren la posibilidad de emisiones internacionales para financiar proyectos de inversión y no para aliviar su condición financiera.

Desempeño Presupuestario

A partir del año 2013, se registró en el conjunto de las Provincias una mejora en el desempeño operativo, explicado en parte por un aumento de las transferencias discrecionales de Nación, por un buena evolución de las transferencias automáticas del Gobierno Federal y por un significativo aumento de los recursos tributarios locales, mediante reformas tributarias que llevaron adelante las principales Provincias Argentinas. Por su parte la dinámica de crecimiento

Desempeño Operativo- Evolución Ingresos, Egresos y Margen Operativo



Fuente: Cálculos Fix en base a E&R

del gasto operativo fue en línea con esta evolución de los ingresos, inclusive en el año 2013 estuvo muy por debajo. Esto se tradujo en una recuperación del margen operativo que fue del 8,7% en el 2014 frente a un 5,3% en el 2011.

FIX entiende que es difícil esta mejora sea sustentable y espera que se observen nuevos deterioros. Como se mencionó, las Provincias tienen una alta responsabilidad sobre el gasto mientras que la Nación mantiene el control de la mayoría de los ingresos. Adicionalmente, el 2015 es un año electoral, que, por un lado, imposibilita políticamente el aumento de la presión tributaria, más aun considerando los aumentos sufridos en los últimos años y, por el otro, existe una presión sobre la evolución del gasto operativo. A esto se adiciona un contexto económico más ajustado a nivel Nacional que podría impactar en baja de las transferencias discrecionales a Provincias y retrasos en las autorizaciones de endeudamiento.

Respecto al balance financiero, también se registra una mejora en los déficits de los últimos años, siendo aproximadamente equivalente al 1% de los ingresos totales en el 2014 frente a 5,5% del 2011. Esta mejora es el resultado de registros de ahorros operativos más robustos y cierta contención del gasto en inversiones de capital a nivel consolidado, política que tampoco es sustentable en el mediano y largo plazo.

FIX opina que la evolución de las finanzas de los sub-soberanos en Argentina para el cierre del 2015 será relevante para encarar un nuevo período de mandato en la mayoría de las Provincias durante el período 2016-2020. Aquellas Provincias que tengan una situación fiscal más débil y de mayor dependencia de crédito, descalce de moneda o necesidades de fondos provenientes del nivel superior registrarán un mayor deterioro de su desempeño presupuestario. A su vez, será primordial analizar de cerca la evolución del tipo de cambio a futuro no solo por el peso de la deuda en aquellas Provincias con deudas denominadas en moneda extranjera, sino también por el impacto de las economías regionales que están fuertemente ligadas al sector exportador o al mercado de hidrocarburos que podrían ver un incremento en la recaudación provincial.

Gestión y Administración

El año 2015, es un año de elecciones ejecutivas y legislativas donde se renuevan autoridades nacionales y la mayoría de los gobernadores provinciales (excepto las Provincias de Santiago del Estero y Corrientes). En general los años electorales imponen distintas prioridades políticas en la gestión y administración de los gobiernos, donde se magnifica la volatilidad del desempeño fiscal-financiero. Se retrasan medidas en materia de recaudación por imposibilidad de aplicación de políticas y se aceleran ciertos gastos que en general terminan siendo inflexibles a la baja.

Por ello, FIX entiende que el cierre de 2015 podría registrar un deterioro del desempeño presupuestario de los gobiernos provinciales y se espera que recién a partir de mediados del año 2016 con un escenario político cierto se empiecen a delinear los nuevos planes de gobierno, con las principales prioridades en materia de los servicios públicos e infraestructura. En tanto las perspectivas muestran un deterioro financieros y se monitoreará caso por caso.

Economía

El 2015 año electoral refleja la incertidumbre de los distintos agentes sobre las futuras decisiones de política económica. Se presenta con un entorno económico adverso en cuanto al nivel de actividad, presión sobre la evolución del nivel de precios y el tipo de cambio, presión sobre las economías regionales y con mayores riesgos de refinanciación de pasivos.

Recién a partir del 2016, siendo un año de transición, se podrán observar las decisiones políticas en materia económica del nuevo gobierno y un escenario probable de

reacomodamiento de precios relativos. En el corto-mediano plazo, de contar con un contexto macroeconómico más adverso, con menor nivel de actividad, creciente inflación, volatilidad en el tipo de cambio y/o mayores dificultades para acceder al MULC, la sensibilidad de las calificaciones individuales dependerá de la evolución de los ingresos, el grado de flexibilidad en el control de gastos, en el nivel y tipo de endeudamiento y riesgo de refinanciación con el cual se encuentre cada sub-soberano.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada a Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9 –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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. 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 independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A.. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.