

Preguntas frecuentes sobre el “Inciso k”

Indice	Página
Resumen	1
Nueva Normativa de la SSN y su impacto	2
¿Qué es un instrumento “inciso k”?	3
¿Cómo se llega a ser “inciso k”?	3
Principales instrumentos “inciso k”	4
Conclusiones	6
Anexo I	7
Anexo II	8

Resumen

El presente informe especial responde las principales consultas recibidas por la calificadora de los llamados instrumentos “inciso k”, analiza el impacto del reciente incremento en el porcentaje que debe ser invertido en estos instrumentos por las compañías de seguros y hace foco en el área de Fondos Comunes de Inversión (FCI) y su vinculación con estos instrumentos.

Definición de instrumento “inciso k”: El Reglamento General de la Actividad Aseguradora establece los criterios para determinar las inversiones computables de las compañías de seguros. En su punto 35, “inciso k”, se refiere exclusivamente a inversiones que financien proyectos productivos y de infraestructura de mediano a largo plazo y establece los criterios de elegibilidad para ser computadas en dicho inciso.

Cómo se llega a ser “inciso k”: El Comité de Elegibilidad de Inversiones Productivas es el que finalmente aprueba las propuestas ingresadas en la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), luego de verificados el cumplimiento de requisitos generales e información mínima bajo la Unidad de Análisis y Seguimiento de Inversiones Productivas (UASIP).

Porcentaje de instrumentos “inciso k” en compañías de seguros: El 07-02-14, la SSN incrementó el porcentaje mínimo a ser invertido en instrumentos “inciso k” en las distintas ramas en dos tramos. Dichos porcentajes se elevarían al 30/06/14 del 5% actual al 7% para las ART, del 12% al 13% para Retiro y del 10% y 12% al 14% para Seguros Generales y Vida, respectivamente. En tanto al 30-09-14, los mínimos pasan a ser del 8% para las ART, del 14% para Retiro y del 18% para Seguros Generales y Vida.

Nueva normativa sin impacto en calificaciones: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (antes denominada Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A., cuyo cambio de denominación se encuentra en trámite de inscripción ante la Inspección General de Justicia), (en adelante FIX o la calificadora), no espera bajas de calificaciones en las compañías de seguros como consecuencia de las nuevas exigencias de la SSN dado que este elemento ya fue incorporado en las calificaciones vigentes. Actualmente la totalidad de las calificaciones de compañías de seguros se encuentran con Perspectiva Negativa reflejando el volátil entorno operativo y la mayor sensibilidad a la injerencia gubernamental.

Principales instrumentos “inciso k”: los principales títulos “inciso k” vigentes en el mercado corresponden a obligaciones negociables de YPF (clase IX, X, XI, XIII, XVII y XXIX) por un total cercano a los \$11.000 millones y a los FCI de Infraestructura y Pyme. El patrimonio total de FCI elegibles como “inciso k”, era al 31-01-14, cercano a los \$5.800 millones, de los cuales un 52% correspondía a los denominados FCI Pymes y el 48% restante a los FCI de Infraestructura.

Perspectiva para los inversiones “inciso k”: La nueva normativa de la SSN implicaría un flujo adicional hacia estos instrumentos, cercano a los \$4.800 millones.

Analistas

Gustavo Avila
 5235-8142
gustavo.avila@fixscr.com

María Cristina Tzioras
 5235-8132
cristina.tzioras@fixscr.com

María Fernanda Lopez
 5235-8130
mariafernanda.lopez@fixscr.com

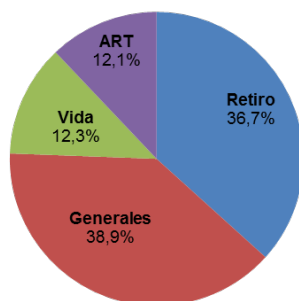
Nueva Normativa de la SSN y su impacto

El 23-10-12, en materia de inversiones, se modificó el Reglamento General de la Actividad Aseguradora estableciendo topes máximos de participación en la cartera para las distintas opciones de instrumentos y ordenando a las aseguradoras y reaseguradoras a destinar cierto porcentaje de sus inversiones a instrumentos destinados a financiar proyectos productivos y de infraestructura. Inicialmente se estableció un porcentaje mínimo a ser invertido en estos instrumentos según el ramo de actividad: a) Accidentes de Riesgo de Trabajo (ART): 5%; b) Seguros Generales: 10% y c) Vida y Retiro: 12%. El 07-02-14, la SSN incrementó el porcentaje mínimo a ser invertido en las distintas ramas en dos tramos. Al 30-06-14, los mínimos pasan a ser del 7% para las ART, del 13% para Retiro y del 14% para Seguros Generales y Vida. En tanto al 30-09-14, los mínimos pasan a ser del 8% para las ART, del 14% para Retiro y del 18% para Seguros Generales y Vida.

Inciso "k"

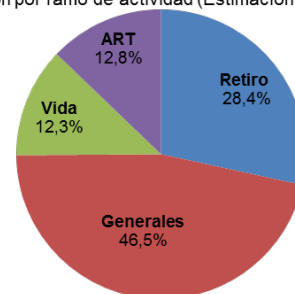
Nuevos porcentajes mínimos a invertir			
	Actual	30/06/2014	30/09/2014
ART	5%	7%	8%
Generales	10%	14%	18%
Vida	12%	14%	18%
Retiro	12%	13%	14%

Inversiones Inciso "k"
 Concentración por ramo de actividad (Dic'13)

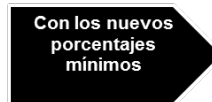


Fuente: FIX en base SSN

Inversiones Inciso "k"
 Concentración por ramo de actividad (Estimación a Dic'14)



Fuente: FIX en base SSN



Se destaca que la reciente modificación muestra cierta divergencia respecto a la norma inicial en el orden de inversiones mínimas requeridas. FIX entiende que la primera normativa era más consistente con el requerimiento de fondos y liquidez de las compañías, exigiendo más a los segmentos que por lo general necesitan de menor liquidez comparado con sus reservas (vida y retiro) en relación al resto.

Cabe señalar que en los últimos años, pero especialmente desde el 2012, el gobierno ha impuesto una serie de controles y nuevas regulaciones que limitan la actividad del sector financiero (bancos y especialmente compañías de seguros). Dichas medidas limitan la capacidad de maniobra de las entidades para hacer frente a los cambios en el ambiente operativo y/o rigidiza el modelo de negocios. La imposición respecto de las obligaciones de inversión de todas las compañías de seguros en las inversiones denominadas "inciso k" sumada a los requerimientos previos de repatriación de inversiones en el extranjero y el cambio en el marco operativo del sector reasegurador, son sólo algunos ejemplos de dicha tendencia.

La normativa de inversiones elegibles para cumplir con el mandato en el 2014 afectaría los niveles de liquidez y sobre todo el manejo de activos y pasivos en el largo plazo dada la naturaleza de dichas inversiones. Dependiendo de la actividad de cada aseguradora, su perfil de cobertura de reaseguros y el calce entre activos y pasivos, las compañías podrían ver comprometida en mayor o menor medida parte de su capacidad de acceso al capital en caso de ser necesario. Dichas inversiones del total de las compañías de seguros representan cerca del 54.7% de su patrimonio total.

Con todo, FIX no espera bajas de calificaciones en las compañías de seguros debido a las nuevas exigencias de la SSN dado que el impacto de la modificación regulatoria es marginal y ya está contemplado en las calificaciones vigentes. Actualmente la totalidad de las calificaciones de compañías de seguros se encuentran con Perspectiva Negativa, reflejando el deterioro del entorno operativo y la mayor injerencia gubernamental.

¿Qué es un instrumento “inciso k”?

Los instrumentos “inciso k” son aquellos comprendidos en el “inciso k” del punto 35 del Reglamento general de la Actividad Aseguradora, donde se establecen los criterios para determinar las inversiones computables de las compañías de seguros. Se refiere específicamente a inversiones en instrumentos financieros, que financien proyectos productivos y de infraestructura de mediano a largo plazo. Este inciso establece que las aseguradoras deberán redireccionar un porcentaje de sus inversiones a este tipo de instrumentos.

¿Cómo se llega a ser “inciso k”?

La SSN fijó un procedimiento para la elección de Inversiones Productivas. Éste establece que para que un instrumento sea considerado “inciso k”, se debe ingresar la propuesta a la SSN. Dicha propuesta será analizada por la Unidad de Análisis y Seguimiento de Inversiones Productivas (UASIP), que verificará los requisitos generales e información mínima. Cumplido esto, la SSN elevará al Comité de Elegibilidad de Inversiones Productivas la nómina de aquellos instrumentos que considere que guardan los requisitos de seguridad, garantía y liquidez asociada a los compromisos que respalda, y que entienda que el destino de los fondos impacte directamente en la economía real. Este comité será el que finalmente decida qué inversiones pueden ser computadas como “inciso k”.

Las propuestas aprobadas por el Comité quedarán ad referendum de la autorización de la Comisión Nacional de Valores, en caso de corresponder, y serán publicadas posteriormente en el portal web de la SSN.

¿Quiénes integran el Comité de Elegibilidad?

El Comité está integrado por los titulares de la Secretaría de Finanzas, de la Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo y de la Secretaría de Comercio Interior, todas ellas del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas; por el titular de la Superintendencia de Seguros de la Nación, entidad descentralizada actuante en el ámbito de la Subsecretaría de Servicios Financieros dependiente de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, y por los titulares de la Secretaría de Industria; y de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, ambas dependientes del Ministerio de Industria.

¿Hay otros requisitos?

Para ser “inciso k”, como requisito general además de que las inversiones se focalicen en el desarrollo de la economía real, en los prospectos de emisión deberá detallarse específicamente la afectación de los fondos a obtener. Además, en el caso de las obligaciones negociables y los fideicomisos, deben ser pasibles de autorización por la Comisión Nacional de Valores.

¿Puede ser que algunas emisiones sean “inciso k” y otras no de un mismo emisor?

Dado que para ser “inciso k” se requiere que el destino de los fondos esté direccionado a actividades productivas y que sea establecido específicamente el destino de los fondos en los prospectos de emisión, se dan numerosos casos de emisores con obligaciones negociables que

algunas son “inciso k” dado que cumplen los requisitos mencionados y otras no, ya que por ejemplo pueden ser destinadas a refinanciar deudas o a otros fines. Además, puede darse el caso de que una emisión cumpla con todos los requisitos para ser “inciso k”, pero que no hay sido propuesta a la SSN y/o aprobada por el Comité de Elegibilidad de Inversiones Productivas.

¿Pueden los Fondos Comunes de Inversión ser elegibles bajo el “inciso k”?

Los FCI elegibles actualmente bajo el “inciso k” son los que se encuadran bajo dos regímenes especiales: 1) el de FCI Pymes y 2) el de Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura (FCI de Infraestructura).

Actualmente la mayoría de los fondos con historial o track record bajo este tipo de fondos han logrado ser elegibles como inciso “k.” Estos fondos por normativa deben cumplir con sus regímenes específicos, FCI Pymes: mínimo del 40% en inversiones que financien a Pymes en forma directa y 35% en forma indirecta y en FCI de Infraestructura: mínimo del 45% en instrumentos que financien en forma directa infraestructura y 30% en forma indirecta.

FIX entiende que podría existir cierta discrecionalidad en la determinación de si un instrumento es elegible bajo el “inciso k”, dado que dependería más de que el Comité de Elegibilidad considere que encuadra, que de una definición clara de proyectos productivos o infraestructura de mediano y largo plazo.

FIX vería como positivo un mayor detalle en los requisitos mínimos y específicamente en el caso de los FCI, que se señale cuándo o bajo qué circunstancias puede perder esta designación ya que, de suceder, implicaría retiros masivos de los cuotapartistas y dada la escasa liquidez de los instrumentos en cartera, implica un elevado riesgo de liquidez.

FIX entiende que cuanto más apegado sea la composición de instrumentos en cartera a financiamiento de proyectos de infraestructura de mediano y largo plazo (en línea con el espíritu de la norma), menor será la probabilidad de que en el futuro se discuta la elegibilidad o no de ese FCI. Actualmente no hay un mínimo a ser invertido en instrumentos “inciso k” en estos fondos

Principales instrumentos “inciso k”

Los principales instrumentos “inciso k” corresponden a obligaciones negociables de YPF (clase IX, X, XI, XIII, XVII y XXIX) y a los FCI de Infraestructura y Pyme. Las seis emisiones de YPF vigentes, dos dólar linked (IX y X) y cuatro en pesos (XI, XIII, XVII y XXIX), fueron emitidas por un total cercano a los \$11.00 millones.

La fuerte sobre demanda de la emisión serie XXIX de YPF, en marzo de este año, puso de manifiesto, tanto la escasez actual de inversiones “inciso k”, como la menor rentabilidad relativa de estas inversiones. La emisión tuvo una sobre suscripción del 86% y cerró a una tasa Badlar con un spread de 0%. Es decir, que dicha emisión a seis años de plazo obtendrá un rendimiento similar al de un plazo fijo a 30 días. Dado el fuerte aumento en el piso de las inversiones “inciso k” en las compañías de seguro, conjugado con la escasez en monto y número de nuevas emisiones elegibles, FIX espera que los instrumentos “inciso k” continúen rindiendo por debajo de instrumentos similares que no lo son.

En tanto, al 31-01-14, el patrimonio total de FCI elegibles como “inciso k”, era cercano a los \$5.800 millones, de los cuales un 52% correspondía a los denominados FCI Pymes y el 48% restante a los FCI de Infraestructura (ver Anexo I: Principales Emisiones “Inciso k”).

Si bien FIX observa una marcada concentración por emisor de las inversiones “inciso k”, en poder de las compañías de seguros, el principal emisor YPF posee una elevada calidad crediticia. Dicho emisor se encuentra calificado por FIX y su calificación es AA(arg) de largo plazo. En adelante, FIX monitoreará la calidad crediticia de las principales emisiones elegibles como “inciso k” así como la calidad crediticia promedio de los FCI elegibles para verificar que no incremente significativamente el riesgo crediticio de las carteras de las Compañías de seguros al cumplir con los nuevos requisitos regulatorios.

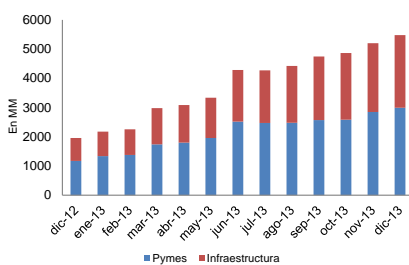
Evolución de los FCI elegibles como “inciso k”

Ya sea los FCI Pymes como los de Infraestructura mostraron una evolución favorable tanto a nivel de cantidad de fondos como a nivel patrimonial durante el año 2013. FIX espera que dicha situación se acentúe, principalmente en términos patrimoniales, luego del reciente incremento en los mínimos requeridos para estas inversiones por las compañías de seguros.

Los FCI Pymes pasaron de ser 14 en diciembre de 2012, a 22 en diciembre 2013, mientras que los de Infraestructura se incrementaron a 10 desde 4 en el mismo período. Asimismo, en términos porcentuales, ambos tipos de FCI tuvieron un fuerte incremento patrimonial que alcanzó cerca del 155% en los FCI Pymes y cerca del 218% en los FCI de Infraestructura durante 2013.

El fuerte incremento patrimonial por parte de estos FCI, se explica por diversas razones, entre ellas, que permiten a las compañías mayor diversificación, bajar el costo operativo dado que es la Administradora de Fondos la que se ocupa del análisis de cada uno de los instrumentos y porque computan como un 100% como “inciso k” cuando por regulación deben tener un mínimo del 75% en inversiones de acuerdo a su régimen, pudiendo tener el 25% restante en activos líquidos para hacer frente a eventuales rescates.

Evolución Patrimonial



FCI de Infraestructura	Particip.	Rto. Anual
Schroder Infraestructura	67,2%	31,3%
Desarrollo Argentino I	14,4%	34,2%
SBS Desarrollo	7,3%	26,1%
Desarrollo Argentino II	4,3%	30,0%
Pellegrini Desarrollo	3,3%	N/A
Cohen Infraestructura	1,7%	26,3%
Gainvest Infraestructura	1,5%	27,3%
GPS Infraestructura	0,3%	29,2%

Fuente FIX en base a CAFCI

¿Cuánto rinden estos FCI?

Si bien los rendimientos de los FCI de Infraestructura fueron interesantes en el 2013 con un promedio y mediana cercana al 29%, dicho rendimiento se explica en parte por el posicionamiento en instrumentos denominados dólar-linked. En tanto, los FCI Pymes registraron un rendimiento considerablemente inferior, también para ambos indicadores cercano al 16%. Los FCI Pymes presentan en promedio mejores niveles de liquidez que los FCI de Infraestructura y una duración promedio inferior. En ambos tipos de fondos un factor importante a considerar es el riesgo crediticio de las carteras.

¿En qué invierten?

Los FCI Pymes invierten principalmente en cheques de pago diferido garantizados por Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) por cerca del 67% del total de sus inversiones. En tanto, le siguen en importancia las obligaciones negociables que representan cerca del 25%. El restante 8% se distribuye entre títulos del BCRA, deuda soberana y deuda provincial.

Por su parte, los FCI de Infraestructura poseen una mayor disparidad en sus inversiones e invierten principalmente en obligaciones negociables por cerca del 62%, deuda provincial por cerca de un 18%, deuda soberana por un 15%. El resto se distribuye entre cheques de pago diferido, deuda municipal y títulos del BCRA.

Los FCI Pymes presentan en general una elevada concentración por emisor/garante (SGR) y/o sector. Por su parte, los FCI de Infraestructura poseen en general instrumentos de menor liquidez y una duration promedio superior a la de los FCI Pymes.

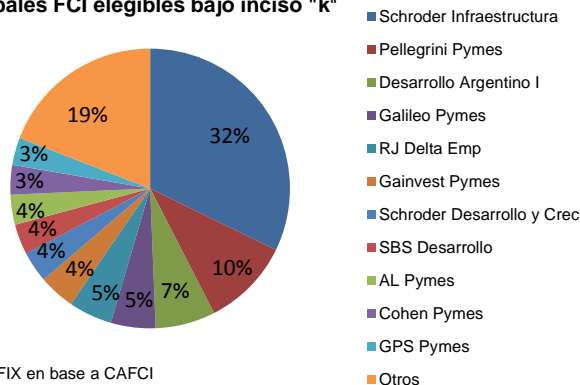
Principales FCI Pymes	Particip.	Rto. Anual
Pellegrini Pymes	19,6%	16,0%
Galileo Pymes	9,9%	17,6%
RJ Delta Emp	9,6%	16,5%
Gainvest Pymes	8,1%	15,8%
Schroder Des. y Crec.	6,9%	15,6%
AL Pymes	6,7%	16,8%
Cohen Pymes	6,6%	17,2%
GPS Pymes	6,1%	15,8%
SBS Pymes	5,6%	16,3%
Compass Argentina	5,3%	15,1%

Fuente FIX en base a CAFCI

¿Cuáles son los principales FCI elegibles por patrimonio Administrado?

Los FCI elegibles presentan una elevada concentración, ya que el principal FCI elegible por patrimonio administrado, Schroder Infraestructura, representaba al 31-01-14, el 67.2% de los FCI de Infraestructura y el 32.2% de los FCI elegibles (FCI de Infraestructura + FCI Pymes). En tanto, los principales diez fondos elegibles representaban el 77.7% del patrimonio total administrado. No obstante, se destaca que en los FCI Pymes, la distribución patrimonial entre los FCI es más homogénea, pese a que el principal FCI, Pellegrini Empresas Argentinas Pymes, representaba el 19.6% de sus segmento y el 10.2% del total.

Principales FCI elegibles bajo inciso "k"



Fuente: FIX en base a CAFCI

Conclusiones

FIX cree que los instrumentos "inciso k" llegaron para quedarse por un largo tiempo y si bien no es objetable el destino, se debe monitorear la calidad crediticia y la liquidez de estas inversiones para evitar que afecte la liquidez o solvencia de las compañías de seguros del sistema.

La calificadora no espera bajas de calificación producto de los recientes incrementos en los porcentajes mínimos a ser invertidos por las compañías de seguros en estos instrumentos, ya que dicho factor estaría contemplado en las calificaciones vigentes. No obstante, la divergencia entre ambas normativas y el fuerte incremento en los porcentajes mínimos a ser invertidos en el ramo de Seguros Generales, es un ejemplo más de la volatilidad del entorno operativo de estas entidades.

FIX ha notado que la normativa ha encauzado fondos a inversiones en infraestructura con tasas y plazos diferenciales en un mercado altamente concentrado y de poca profundidad. No obstante, considera que una mayor especificación de los requisitos mínimos para ser considerado "inciso k" es favorable para la regulación del sector toda vez que contribuye a evitar cualquier discrecionalidad. Asimismo, entiende que un FCI elegible como "inciso k" podría afrontar rescates masivos en caso de perder su designación, lo cual debe ser cuidadosamente contemplado.

Por otra parte, FIX destaca la fuerte disparidad que existe entre el volumen emitido por YPF y el resto de las entidades, lo que deriva en una marcada concentración por emisor de las inversiones "inciso k", en poder de las compañías de seguros. El fuerte sesgo a inversiones en YPF implica una menor oferta relativa hacia otras entidades y por ende un mayor costo de fondeo relativo, aunque asegura una mayor calidad crediticia de dichas inversiones. Una posibilidad de disminuir la concentración por emisor por parte de las Compañías de seguros en estas inversiones, es que existan parámetros mínimos de diversificación para el segmento.

Finalmente FIX prevé que el flujo adicional producto de la nueva normativa, cercano a los \$4.800 permitirá potenciar los FCI Pymes y FCI de Infraestructura como sucedió en 2013.

Anexo I

Principales Emisiones Inciso "k"

OBLIGACIONES NEGOCIABLES	Monto Emitido		FIDEICOMISOS FINANCIEROS	Monto Emitido
	ARS mill	USD mill		ARS mill
CGM Leasing Argentina S.A. - Obligaciones Negociables Simples Serie IV	55,00		Supervielle Leasing 8	262,87
GENNEIA SA - Clase XI		35,00	Consultatio Catalinas	148,75
Grupo ODS Serie 3 - Clase V y VI	52,18	15,00	Albanesi Gas Clase 03	132,36
Medanito S.A. - Clase 1		33,96	Comafi Leasing PyMES III	84,19
NewSan S.A. - Obligaciones Negociables Clase V	34,40		RUTA N°6 Serie I	70,79
Petrolera Pampa SA - Valores Representativos de deuda de Corto plazo Clase 5 y Clase 6	77,82	4,34	Infraestructura Eléctrica - Serie IV	56,39
PLA S.A. - VCP Clase III	20,00		Colservice Serie II	48,30
Rogiro Aceros S.A. - Corto Plazo Serie II	14,83		Agrofina S.A. - Agrofina Serie III	46,76
YPF S.A. - ON Clase IX		129,80	CGM Leasing XX	41,59
YPF S.A. - ON Clase X		551,71	CGM Leasing XIX	41,55
YPF S.A. - ON Clase XI	2.110,00		Advanta IV	24,52
YPF S.A. - ON Clase XIII	2.828,27		Rizobacter III	24,37
Compañía Integral de Alimentos S.A. - ON PyME Serie II	7,50		Asistir PyME II	17,07
Euro SA		1,80	Coto S.I.C.S.A. Sucursales	13,02
GAMA SA - Serie II Clase A	1,88			
GAMA SA - Serie II Clase B U\$S		1,42		
Grimoldi S.A. - Obligaciones Negociables Simples Serie II	40,00			
IMPISA - Obligaciones Negociables Clase X	96,71			
IMPISA - Obligaciones Negociables Clase XI		53,70		
Milicic S.A. - Obligaciones Negociables Serie I	15,00			
PLA S.A. - Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo Clase IV	25,00			
Regional Trade S.A. - Obligaciones Negociables PyME Serie VII	15,00			
Rogiro Aceros S.A. - Obligaciones Negociables de Corto Plazo Serie III	18,00			
YPF S.A. - ON Clase XVII	2.250,00			
Meranol S.A.C.I. - Obligaciones Negociables PyME Serie II	15,00			
Petrolera Pampa S.A. - Obligaciones Negociables Clase I a tasa variable	254,81			
Big Bloom S.A. - Obligaciones Negociables PyME Serie II	9,00			
BF Argentina S.A. - Obligaciones Negociables PyME	10,60			
Asociados Don Mario S.A. - Obligaciones Negociables Simples Serie III	60,00			
TGLT S.A. - Obligaciones Negociables Clase III a Tasa Variable	60,32			
Tarshop S.A. - Obligaciones Negociables Clase XII a tasa fija	83,59			
Ingacot S.A. - Obligaciones Negociables PyME por hasta V/N \$ 15.000.000 a tasa variable	15,00			
Cooperativa Agropecuaria General Paz de Marcos Juárez limitada - ON s hasta V/N \$ 30.000.000 a tasa variable	18,67			
Cosas Nuestras - Clase I y PyME	29,00			
YPF S.A. - ON Clase XXIX	500,00			

		Monto Emitido
		ARS mill
Acciones PYMES		
Meranol S.A.C.I.		22,01

Anexo II

Fondos Comunes de Inversión Inciso "k"

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN DE INFRAESTRUCTURA

Desarrollo Argentino I FCI Abierto para Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura.

Desarrollo Argentino II FCI Abierto para Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura.

Cohen Infraestructura FCI Abierto para Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura.

SBS Desarrollo FCI Abierto para Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura.

Gainvest Infraestructura FCI Abierto para Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura.

GPS FCI Abierto para Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura.

Pellegrini Desarrollo Argentino Fondo Común de Inversión Abierto para Proyectos Productivos de Economías Regionales e Infraestructura.

FONDOS COMUNES DE INVERSIÓN PYMES

GPS Pymes Clase B

RJ Delta Empresas Argentinas Pymes Clase B

Schroder Desarrollo y Crecimiento Clase A

Galileo FCI Abierto Pymes Clase B

Cohen Abierto Pymes Clase B

AL Abierto Pymes Clase B

Gainvest Pymes Clase B

Compass Argentina Abierto Pymes

Premier Abierto Pymes Clase A

SBS Abierto Pymes Clase B

FST Empresas Argentinas Pymes

Pionero Empresas FCI Abierto Pymes

Tavelli FCI Abierto Pymes

Convexity FCI Abierto Pymes

MAF Empresas FCI Abierto Pymes

Consultatio FCI Abierto Pymes

Megainver Financiamiento Productivo

FIMA FCI Abierto Pymes

Pellegrini Exporta FCI Abierto Pymes

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://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.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..

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

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