

Cooperativas

Metodología de Calificación

Introducción

El presente manual de procedimientos detalla la metodología utilizada por FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (en adelante FIX o la calificadora) para la asignación de calificaciones crediticias a entidades Cooperativas en Paraguay. El mismo se enfoca en la solvencia de la Cooperativa para el resguardo patrimonial actual y futuro, la política de evaluación de riesgos técnicos y financieros, liquidez, capacidad de retención de riesgos y políticas de transferencia de los mismos, en función de la capacidad de cumplimiento de sus compromisos.

Es probable que no todos los factores de calificación incluidos en este informe apliquen a cada calificación o acción de calificación. Cada comentario de acción de calificación o informe de calificación específico abordará aquellos factores más relevantes para la acción de calificación particular.

En análisis crediticio de las entidades Cooperativas se enfoca en los principales aspectos cuantitativos y cualitativos orientados al estudio de los factores de riesgo relacionados con el sector. Asimismo se evalúan una serie de variables claves para determinar el desempeño de las entidades Cooperativas en Paraguay. Dichos factores consideran tanto el estudio del sector cooperativo y sus perspectivas generales como así también el grado de posicionamiento, estrategia operacional, gestión administrativa y las practicas existentes de buen gobierno corporativo de cada entidad, entre otros. La metodología también incluye el análisis de los resultados operacionales y financieros, el tipo de administración de los diferentes riesgos a los que se encuentra expuesta, de acuerdo al tamaño, su orientación, tipo de cooperativa y los servicios que presta. En cuanto a la liquidez y flexibilidad financiera, Fix entiende que si bien existen cooperativas enfocadas en la actividad financiera, existen otras con escaso o nulo acceso a fuentes de financiamiento adicionales a los aportes sociales. Por ello también se evalúa la trayectoria de los socios aportantes, incentivos y la dispersión de los aportes, así como la evolución y sostenibilidad de los mismos conjuntamente con la estrategia de aumento de capital, estabilidad y perspectivas. Cabe aclarar que el análisis contemplara el desempeño de la cooperativa frente a otras entidades de similares características y/o sector cooperativo, sujeto a la información disponible en el Instituto Nacional de Cooperativismo como en la Comisión Nacional de Valores de Paraguay.

El proceso de calificación de riesgo, de acuerdo a la presente Metodología, consta de dos Capítulos Generales: “Calificación del Emisor” y “Calificación del Instrumento”. La Calificación del Emisor determina la capacidad de la entidad de hacer frente a sus obligaciones teniendo en cuenta sus antecedentes, situación actual y perspectivas futuras. Una vez obtenida la Calificación del Emisor se otorga, si corresponde, la Calificación del Instrumento de acuerdo a las condiciones específicas del mismo. Esta Metodología contempla la asignación de Calificaciones de Largo Plazo tanto al Emisor como al Instrumento.

Indice	Página
Introducción	1
Fuentes de Información y Limitaciones	2
I. Calificación del Emisor	3
1. Factores Cualitativos	3
1.1. Riesgo del Sector	3
1.2. Posicion Competitiva	3
1.3. Administración y calidad de los Accionistas	4
2. Factores Cuantitativos	5
2.1. Rentabilidad	5
2.2. Riesgo de Crédito	5
2.3. Riesgo de mercado	6
2.4. Flujo de Fondos	6
2.5. Endeudamiento y Estructura de Capital	6
2.5.a. Indicadores de Deuda	6
2.5.b. Indicadores de Cobertura	7
2.6. Fondo y Flexibilidad Financiera	7
II. Calificación del Instrumento	7
1. Emisiones Garantizadas	7
2. Emisiones No Garantizadas (Deuda Senior Unsecured)	7
3. Emisiones Subordinadas	8
Anexo I. Categorías de Calificación	9

Fuentes de Información y Limitaciones

Las calificaciones se basan principalmente en una revisión de la información pública además del criterio y las proyecciones de FIX. La información pública dependerá de la fluidez, transparencia y régimen informativo que exista en el mercado en que operan las entidades de acuerdo a la normativa y costumbre vigentes en el mismo. El análisis crediticio contemplará el desempeño de la cooperativa frente a otras entidades de similares características y/o sector cooperativo, sujeto a la información disponible en el Instituto Nacional de Cooperativismo como en la Comisión Nacional de Valores de Paraguay.

En muchos casos, FIX se reunirá con la gerencia y recibirá información que no es de dominio público. Cuando existe interacción con la gerencia, la información obtenida puede o no influenciar la calificación, basándose en el criterio de FIX con respecto a la relevancia de esta información. En algunos casos específicos, la visión del futuro que tiene FIX con respecto a la exposición, al riesgo o las expectativas de evolución, puede predominar en una conclusión de calificación, y estas opiniones prospectivas pueden ser altamente subjetivas.

Una limitación para la calificación de FIX incluye el riesgo de evento. Riesgo de evento es el riesgo de ocurrencia de un evento generalmente imprevisto que se excluye de las calificaciones existentes hasta que se haya hecho explícito y definido, como por ejemplo fraude u otras circunstancias imprevisibles. Los riesgos de evento pueden ser impulsados de manera externa o bien de manera interna a la entidad. Cuando se produce un evento, la revisión de la calificación efectuada por FIX incluirá la evaluación del impacto del evento en el perfil crediticio de la compañía y FIX podrá a su criterio revisar la calificación. Por lo general, esta revisión no incluirá una evaluación exhaustiva de todos los componentes de la presente metodología, sino de sólo los componentes afectados por el evento.

I. Calificación del Emisor

El análisis de calificación a realizar por FIX comprende dos etapas: la primera de ellas se orienta al análisis cualitativo y la segunda al análisis cuantitativo. A continuación se hará una breve descripción de ambas etapas y se detallan algunos de los puntos sobre los cuales se basará el análisis.

1. FACTORES CUALITATIVOS

1.1. Riesgo del Sector

El primer paso al analizar una cooperativa es evaluar el desempeño del sector Cooperativo en Paraguay, incluyendo su regulación y estructura y la exposición a los riesgos del entorno macroeconómico. Luego es importante determinar las características del sector económico en el cual participa la entidad a analizar, la evolución de su posicionamiento, trayectoria y cumplimiento de sus metas y objeto social. Generalmente el grado de riesgo del sector en el que participa la entidad determina el límite máximo al cual puede aspirar cualquier empresa dentro del sector. Por ejemplo, sectores altamente competitivos, de capital intensivo, cíclicos o volátiles son más riesgosos que industrias con ingresos estables, altas barreras de entrada y niveles de demanda predecibles.

Para ello se considerarán algunos de los siguientes aspectos:

- Participación del sector en el contexto nacional.
- Naturaleza de la industria: se analizará si es de capital intensivo, de servicios, de consumo etc.
- Madurez de la industria: en crecimiento, estable o decreciente.
- Perspectivas de crecimiento.
- Características propias de la industria: existencia de barreras de entrada y salida, regulaciones especiales, rapidez de incorporación de cambios tecnológicos en los procesos productivos.
- Competencia nacional e internacional: monopolio, oligopolio, fragmentación de la industria.
- Contexto legal, marco regulatorio actual y evolución histórica y esperada.
- Factores cíclicos característicos de la demanda y oferta, volatilidad de precios.
- Estructura de costos e ingresos, susceptibilidad a las políticas gubernamentales.

Proveedores de la industria: características de la oferta de materias primas e insumos respecto de su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad que la industria se vea expuesta a prácticas monopólicas de proveedores.

1.2. Posición Competitiva

Se busca determinar cómo se inserta la entidad dentro de su sector específico y su desempeño dentro del mismo. Según la relevancia para cada tipo de industria o compañía algunos de los factores a analizar podrían ser alguno/s de los siguientes:

- Posición de la entidad dentro del sector, tamaño, participación de mercado

- Habilidad de la entidad para mantener adecuados niveles de rentabilidad ante el ingreso de nuevos competidores o en períodos de recesión
- Diversificación geográfica de las ventas y de producción (diversificación de ingresos en diferentes países)
- Diversificación de negocios: al analizar este aspecto se deberá tener en cuenta la participación de cada uno de los negocios dentro de la actividad de la compañía
- Integración de negocios
- Principales clientes: concentración de ingresos
- Poder de negociación con los proveedores
- Canales de distribución

En el informe de calificación se incluirán los aspectos más relevantes del análisis efectuado.

1.3. Administración y Calidad de los Accionistas

En el caso de las cooperativas el análisis de la estructura administrativa y el cumplimiento de los objetivos estratégicos son factores relevantes para su evaluación crediticia. También se evalúa la estructura organizacional y de los socios aportantes, su trayectoria, la calidad gerencial y experiencia de los Directores así como los incentivos e instrumentos implementados para realizar aportes futuros en caso de requerimiento de fondos. Respecto de la administración, se considerará la estructura de los planos directivos, determinando la participación de los socios en la elaboración de políticas y en la administración directa de la compañía, los requisitos establecidos para acceder a formar parte de los órganos de administración y control.

También se evalúan las prácticas de Gobierno Corporativo, las políticas desarrolladas para el manejo de conflictos de interés con directivos, empleados, miembros del consejo de administración, comisión de vigilancia, familiares de directivos, etc.

A su vez se evaluará la estrategia de la Entidad, la planificación y el cumplimiento de las metas, presupuesto e indicadores de gestión, para lo cual se tendrá en cuenta la tolerancia al riesgo y las políticas de financiamiento. El objetivo es determinar si la administración tiene una política agresiva priorizando el crecimiento rápido a fin de maximizar las ganancias de la empresa en el corto plazo a costa del desempeño futuro o si tiene un estilo conservador el cual apunte a optimizar el flujo de fondos a lo largo del tiempo.

En algunos casos, es de suma relevancia evaluar la tecnología y sistemas de información para la administración del negocio, en particular en las entidades de gestión de riesgo de crédito. En este punto se trata de analizar el enfoque de la entidad respecto a la administración de riesgos. Se tendrá en cuenta la disposición de la entidad a asumir riesgos, y la capacidad de control de los mismos por parte de sus funcionarios y sistemas. Asimismo se considerarán los sistemas de análisis y procedimientos para el otorgamiento de créditos. Además se buscará conocer aspectos de los sistemas de seguimiento y cobranza de los mismos.

Si bien la evaluación de la administración depende principalmente de factores subjetivos, el desempeño financiero a lo largo del tiempo otorga una medición más objetiva. FIX evaluará la trayectoria y desempeño de la administración en términos de crear un mix de negocios sanos, manteniendo eficiencias operativas y una fuerte posición de mercado.

2. FACTORES CUANTITATIVOS

Los aspectos cuantitativos que se tienen en cuenta en el proceso de calificación se focalizan en las políticas de la entidad en relación a su estrategia operativa, inversiones, objetivos de endeudamiento, políticas de dividendos y metas financieras. Se analiza la habilidad de la entidad para generar flujo de fondos, el cual se verá reflejado en los ratios que miden rentabilidad y cobertura en base al flujo de fondos. Estos indicadores son evaluados a lo largo de los períodos analizados, determinando la fortaleza de la entidad en sus operaciones, su posición competitiva, y su capacidad financiera.

Los factores cuantitativos se analizan teniendo en cuenta la evolución de la entidad a lo largo de los períodos analizados, la situación presente, las proyecciones de la misma y sus respectivas sensibilizaciones.

2.1. Rentabilidad

En este punto corresponde analizar la estructura de resultados de la cooperativa y los indicadores de rentabilidad. Se hace un seguimiento de la evolución de los resultados anuales durante el período bajo análisis y de los resultados trimestrales correspondientes al presente ejercicio anual. El análisis de la composición de los resultados se concentra sobre alguno de los siguientes puntos:

- Determinar la consistencia de los resultados y tendencias de los mismos. Capacidad de generación de utilidades. Se considerarán los principales componentes del resultado operativo de la entidad, diferenciando el origen de los mismos.
- Ingresos por ventas: se analiza la composición de los ingresos por tipo de actividad y distribución geográfica. Consistencia de dichos ingresos y tendencia de los mismos.
- Estructura de costos: se determina la evolución de los mismos y la participación relativa de sus principales erogaciones respecto del total de costos. Asimismo se calcula la evolución de ciertos indicadores de eficiencia.
- Resultados Financieros: Se discrimina los generados por pasivos y por activos para determinar la carga financiera. Asimismo, se buscará diferenciar entre los resultados generados por intereses y los generados por tenencias de títulos o participaciones.
- En el caso de contar con una cartera crediticia se tendrá en cuenta el efecto de la constitución de provisiones y/o de baja de cartera de créditos.
- Ganancias extraordinarias y no recurrentes, se toman en forma separada a fin de distinguir la ganancia proveniente de la operatoria principal (“core bussiness”) de la entidad.

2.2. Riesgo de Crédito (para cooperativas que brinden servicios financieros)

Respecto del análisis del riesgo crediticio, este se concentrará sobre la cartera de préstamos, generalmente el rubro de mayor relevancia del activo. Se analizará la concentración de la misma prestando atención principalmente a la concentración por cliente, por sectores de la economía y por región geográfica.

En lo referido a la cartera de préstamos se pondrá especial énfasis en el análisis de la calidad de la misma. Se considerará la evolución de la cartera irregular y su comparación con el sistema financiero paraguayo y con el grupo de entidades similares. También se considerarán los montos

de cartera en situación irregular que la entidad ha dado de baja, es decir que ha eliminado del activo y contabilizado en cuentas de orden.

FIX observará en qué medida los préstamos se encuentran cubiertos por provisiones por riesgo de incobrabilidad, así como también en qué medida éstas cubren la cartera en situación irregular. Asimismo se considerará la evolución del impacto de la cartera irregular sobre el patrimonio neto. En el análisis de las provisiones se tendrá en cuenta la evolución de las mismas y la comparación con el sistema y las entidades similares. Se analizará la constitución de provisiones a lo largo de los ejercicios y la desafectación de las mismas. Además se considerarán las garantías que respaldan los préstamos, qué porción de los mismos se encuentran respaldados con garantías y de qué tipo son las mismas.

2.3. Riesgo de mercado

Se analizará el riesgo asumido por la entidad en sus inversiones en títulos de deuda pública y privada, valuación de los mismos, composición de sus inversiones y su variación en el tiempo.

Asimismo, se analizarán los descalces entre activos y pasivos, tanto de moneda como de tasa, y su posible efecto sobre la entidad.

Por último, se observará el riesgo asumido por la entidad en instrumentos financieros y productos derivados, sistemas utilizados, métodos de valuación y sensibilización utilizados.

2.4. Flujo de Fondos

El análisis del flujo de fondos consiste en observar la volatilidad de los flujos de fondos a través del tiempo. Se podrían considerar los niveles históricos y proyectados de fondos requeridos para mantener la capacidad operativa del negocio, niveles de capital de trabajo y reemplazo de activos fijos.

Asimismo se analiza la relación entre el flujo de fondos y el flujo de fondos libre respecto de los niveles de deuda y los compromisos de pago, para determinar los años de repago de la deuda.

2.5. Endeudamiento y Estructura de Capital

Se analiza la estructura de endeudamiento histórica y proyectada, donde se considera la composición de la deuda, sus vencimientos, tasas pactadas y compromisos asumidos.

Para el análisis del nivel de capitalización y de su comparación con entidades similares y con la media del sistema se analizarán, entre otros, la evolución de las relaciones tales como capital sobre activos y respecto de activos de riesgo y posición de capital regulatorio. También se considerarán las particularidades de la forma jurídica de estas entidades y la facilidad o dificultad que tiene de elevar el capital social si las circunstancias o regulaciones lo requiriesen.

Se evalúan alguno de los siguientes indicadores:

2.5.a. Indicadores de Deuda

- Deuda Financiera Total y Deuda Financiera Neta: entendiéndose por Deuda Financiera total a la deuda bruta, mientras que la Deuda Financiera Neta se representará como la deuda total menos caja y bancos e inversiones de corto plazo.
- Deuda financiera total y neta sobre flujo de fondos menos inversiones de capital (Capex) y dividendos.

Se tiene en cuenta también la composición del Patrimonio de la Compañía y –si corresponde- la política de dividendos históricos y proyectados.

2.5.b. Indicadores de Cobertura

- Flujo de Fondos /Intereses: mide la capacidad del emisor de cumplir con sus pagos de intereses con la generación de fondos proveniente de la operatoria de la compañía.

2.6. Fondeo y Flexibilidad Financiera

En este punto se analizan las necesidades y planes de inversión y las alternativas de financiamiento de la entidad, al tiempo que se mide la habilidad y capacidad para llevar a cabo el plan establecido, sin afectar su grado de riesgo crediticio. Asimismo, se analiza la composición y evolución de activos líquidos, el acceso a líneas de crédito y colocación de bonos o capital en los mercados de capitales.

En el caso de que su fondeo provenga en parte de depósitos, se analizará su composición y la evolución durante el periodo bajo análisis, crecimientos o decrecimientos y el grado de concentración de los mismos.

FIX realiza un análisis de la capacidad de repago proyectada del emisor sensibilizando distintas variables que puedan afectar a la misma. Ejemplos de las variables a sensibilizar pueden ser: tasa de interés, ingresos, estructura de costos etc.

II. Calificación del Instrumento

La calificación del Instrumento o de la Emisión, denominados Bonos de Inversión, se obtiene a partir de la calificación asignada al Emisor. Adicionalmente se considerarán las condiciones de emisión, con el objetivo de determinar si el valor de recupero o repago del instrumento es similar, mayor o menor que la del emisor. El análisis de las condiciones de emisión incluye la evaluación de las garantías con las que cuenta el instrumento (en caso de ser aplicable).

El Instrumento sujeto de calificación se puede clasificar en tres categorías principales de acuerdo a las condiciones de emisión y garantías con que cuente, a saber: instrumentos que cuentan con garantías especiales, instrumentos que no cuentan con garantías especiales (la única garantía es el patrimonio del deudor) e instrumentos de deuda subordinados o convertibles (en caso de liquidación de la entidad el acreedor se sitúa luego de los acreedores comunes).

1. Instrumentos Garantizados

A partir de la calificación del Emisor, y en base a las mejoras crediticias que pueda suponer la garantía presentada, el consejo de calificación, con opinión debidamente fundamentada, establecerá en cuanto mejora la calificación en función de:

- a) garantías que otorgan al inversor una protección respecto a su pago que lo hacen prácticamente independiente de la solvencia del emisor.
- b) garantías o condiciones especiales de emisión que otorgan al inversor una protección respecto de su pago mayor de la que podría derivar de la calificación del Emisor, pero no aseguran el 100 % del monto invertido.

2. Instrumentos No Garantizados (Deuda Senior Unsecured)

Se trata de aquellos instrumentos que poseen características que otorgan al inversionista una protección respecto de su pago equivalente a la Calificación del Emisor. En esta clasificación se encuentran los títulos emitidos sin garantías especiales y que convierten a los inversionistas en acreedores quirografarios.

3. Instrumentos Subordinados o Convertibles

Se trata de instrumentos que otorgan al inversor una protección respecto de su pago inferior a la del resto de los instrumentos de deuda de ese emisor, colocándolo por debajo de los acreedores quirografarios del emisor. En este caso se encuentran comprendidas las emisiones de deuda subordinadas. En el caso de las emisiones convertibles en acciones se determinará si se consideran subordinadas en función de las condiciones de conversión de los títulos de deuda en acciones. El consejo de calificación, mediante opinión debidamente fundamentada y partiendo de la calificación del emisor, determinará si corresponde aplicar una disminución a la calificación del instrumento.

Anexo I. Categorías de Calificación

Calificación Nacional de Largo Plazo

La escala de calificaciones nacionales provee una medida relativa de la calidad crediticia de emisores o instrumentos dentro de un país determinado. Bajo esta escala en caso de identificar la existencia de la calificación nacional de largo plazo 'AAA', la misma se asignaría al mejor riesgo relativo dentro del país. Es importante destacar que no necesariamente debe haber calificaciones 'AAA', dado que se puede determinar que los riesgos sistémicos no permiten la asignación de la máxima calificación dentro de un sector determinado.

La escala nacional de calificaciones es un ranking de los grados de riesgo percibidos relativamente respecto del mejor riesgo identificado en ese país. Las calificaciones nacionales excluyen los efectos del soberano, del riesgo de transferencia y de la posibilidad de que los inversores no puedan repatriar los montos pagados de intereses y capital. Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, como ser "AAA(py)" para las calificaciones nacionales dentro de Paraguay.

Categoría AAA: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con la más alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría AA: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con muy alta capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría A: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con una buena capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BBB: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero esta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía.

Categoría BB: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero esta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso de cumplimiento de los mismos.

Categoría B: Corresponde a aquellas Cooperativas que cuentan con mínimo de capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, pero esta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en la Cooperativa, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en incumplimiento de los mismos.

Categoría C: Corresponde a Cooperativas que no cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de incumplimiento de los mismos, o requerimiento de convocatoria de acreedores en curso.

Categoría D: Corresponde a aquellas Cooperativas que no cuentan con suficiente capacidad de cumplimiento de sus compromisos en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de los mismos, o requerimiento de quiebra en curso.

Categoría E: Corresponde a aquellas Cooperativas de las cuales no se posee información suficiente o no tiene información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Notas:

A las categorías señaladas precedentemente se incorporará el sufijo (py) para distinguir las calificaciones a escala nacional.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para las categorías de riesgo entre AA y B con el fin de mostrar las Tendencias dentro de las principales categorías de calificación.

Rating Watch (Alerta): una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir que existe una alta probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio, y se indica agregando "▲", "▼" ó "◆" respectivamente a la categoría previamente asignada.

El Rating Watch (RW) es típicamente impulsado por un evento particular, por lo que, generalmente es resuelto en un periodo de tiempo relativamente corto. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

En las categorías más bajas de grado especulativo la alta volatilidad de los perfiles crediticios puede implicar que todas las calificaciones lleven un RW. De todas maneras, los RW son aplicados selectivamente en estas categorías, cuando un Consejo decide que eventos particulares o amenazas son mejor comunicadas adhiriendo una designación de RW.

El uso del estatus de "Rating Watch" es mutuamente excluyente de la "Tendencia".

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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 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 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 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 calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un determinado valor o realizar una inversión, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. 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 disseminación 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, pero no sólo, 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.