

# Provincia de San Juan

## Títulos de Deuda Garantizados Informe Actualización

### Calificaciones

Títulos de Deuda por USD 60.840.000 AA(arg)

### Perspectiva

Estable

### Información Financiera

#### Provincia de San Juan

	31 Dic 2015	31 Dic 2014
Ingresos Operativos (\$ millones)	17.864	13.367
Deuda Directa (\$ millones)	3.707	3.053
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	26,1	26,9
Servicio de Deuda/ Ingresos Operativos (%)	2,6	2,9
Deuda/ Balance Operativo (x)	0,8	0,8
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	80,1	80,4
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	24,5	22,4
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	11,7	14,6
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	149,4	165,1

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afiliada a Fitch Ratings"

### Analistas

Analista Principal  
Cintia Defranceschi  
Director  
+54 11 5235-8143  
[cintia.defranceschi@fixscr.com](mailto:cintia.defranceschi@fixscr.com)

Analista secundario  
Federico Amor  
Analista  
+54 11 5235-8149  
[federico.amor@fixscr.com](mailto:federico.amor@fixscr.com)

Responsable del Sector  
Mauro Chiarini  
Director Senior  
+54 11 5235-8140  
[mauro.charini@fixscr.com](mailto:mauro.charini@fixscr.com)

### Detalle de la emisión

**Descripción:** Títulos de Deuda (TD) por USD 60.840.000 con vencimiento en 2019 garantizados por el Gobierno Nacional.

**Servicios de Deuda:** 5 cuotas iguales, anuales y consecutivas equivalentes al 20% del capital adeudado a partir de septiembre de 2015. Cupón cero.

**Objetivo:** financiar la participación de la Provincia de San Juan (PSJ) en la construcción del proyecto hidroeléctrico Los Caracoles / Punta Negra.

### Factores relevantes de la calificación

**Entorno Institucional:** FIX observa un positivo entorno operativo entre el nacional y los gobiernos provinciales y municipales, que resulta en un mayor diálogo y coordinación para abordar las diferentes problemáticas estructurales con el fin de garantizar una mejora en la sustentabilidad y en el desempeño fiscal-financiero de los gobiernos sub-soberanos.

**Pago de servicios:** el 15/9/2016 la PSJ abonó el segundo servicio de amortización bajo los TD por un monto de US\$ 12.168.000. Tal cual lo estipulado en los documentos de la reestructuración el Gobierno Nacional transfirió los fondos del monto de la cuota a la Provincia bajo Aportes no Reintegrables en función de la garantía otorgada.

**Garantía:** en la calificación de los TD se pondera la garantía explícita otorgada por el Gobierno Nacional, quien se compromete a cumplir con el pago de los servicios de deuda en tiempo y forma de acuerdo a las condiciones estipuladas en la reestructuración. Los bonos son reconocidos como Endeudamiento Público Interno en Moneda Extranjera de la Nación. Sin embargo, FIX considera existe un riesgo operativo por la necesidad de que se incluya anualmente la partida en el Presupuesto Nacional y por la falta de precisión respecto de los mecanismos de transferencia y sus tiempos.

**Presupuesto Nacional:** el Gobierno Nacional se compromete a incluir en el Presupuesto Anual durante la vigencia de los TD el aval otorgado por la Nación a estos bonos y dentro de la partida de Aportes no Reintegrables el monto de la cuota a pagar en el año.

**Moneda de pago:** los títulos y la garantía deben pagarse en dólares y bajo los términos y condiciones estipulados en los documentos, no se prevén cláusulas de salida ante un evento cambiario.

**Riesgo provincial:** esta deuda constituye una obligación directa, general, incondicional y no subordinada de la Provincia por lo cual figura en el stock de deuda (representa el 17,3% del total de la deuda a junio de 2016) y tiene el compromiso de cumplir los términos y condiciones de la misma, a pesar de la garantía mencionada.

### Sensibilidad de la calificación

**Riesgo operativo:** en caso de que no se incluya la partida presupuestaria dentro del presupuesto anual y/o no se efectúe la transferencia de los fondos dentro de los plazos y la moneda de pago del bono .

**Calidad crediticia:** deterioro de la calidad crediticia de la PSJ y/o del Gobierno Nacional.

## Instrumento de Deuda

### Antecedentes

Mediante la Ley Provincial N° 6.962 de septiembre de 1999 y el Decreto Provincial N° 1.521/99 de octubre de 1999 se autorizó a la Provincia a emitir TD por un monto de USD 95.000.000 con garantía del Gobierno Federal sujetos a la ley local. En su momento se cumplieron con las dos primeras cuotas de amortización de capital anual y cuatro cuotas de intereses, conforme a lo estipulado en los documentos de emisión.

Luego de las crisis económica y social de 2001, los pagos de la deuda pública nacional, incluido los avales, fueron diferidos, por lo cual este bono entró en cesación de pagos. Mediante el Decreto del Poder Ejecutivo Nacional N°1579/02, esta deuda se incluyó como deuda elegible para el Canje de Deuda Provincial, habiendo aceptado un grupo de tenedores por un VN USD 18.950.000 (19,94736% del VN), siendo el saldo de capital impago de USD 60.840.000.

Posteriormente se iniciaron las negociaciones con los tenedores de los TD por la reestructuración de deuda y la Provincia aceptó la propuesta de reestructuración y ratificó la obligación de afectar como contragarantía a favor del aval del Gobierno Nacional los recursos provenientes de la Coparticipación Federal de Impuestos, la cual se hará efectiva en caso de ejecutarse la contragarantía.

A su vez, el Gobierno Nacional: (i) reestructuró el aval otorgado oportunamente adecuándolo a las nuevas condiciones de los TD el cual garantiza el pago de los servicios de capital en caso de ejecutarse, ii) aceptó que se rescinda el Contrato de Fideicomiso conformado como garantía del aval, iii) aceptó la liberación de los fondos que se encontraban depositados en la Cuenta Fiduciaria para el pago en efectivo a los tenedores y (iv) ratificó el Acta Convenio firmada con la provincia, mediante la cual la Nación se compromete a gestionar la inclusión de un aporte no reintegrable en el Presupuesto Nacional de los años que corresponda el pago de la cuota de capital por igual al monto de dicha cuota.

### Términos y Condiciones

Monto: USD 60.840.000

Amortización de capital: será en 5 cuotas iguales, anuales y consecutivas equivalente, cada una al 20% del capital adeudado, comenzando el sexto año (2015) hasta el décimo año. Se pagará los días 15 del mes de septiembre.

Intereses: cupón cero.

Rango: los Títulos constituyen una obligación directa, general, incondicional y no subordinada de la Provincia.

Garantía: la República Argentina garantiza en forma plena, irrevocable e incondicional, el pago puntual de los servicios del bono. La garantía constituye una obligación directa e incondicional de la República, por lo que los bonos son reconocidos como Endeudamiento Público Interno en Moneda Extranjera de la Nación. A su vez, el Gobierno Nacional se responsabiliza del pago del capital de los bonos mediante el Acta Convenio suscripta entre el Gobierno Provincial y el Estado Nacional, de fecha 29/09/2009, ratificada por Decreto PEN N° 2131/2009 de fecha 23/12/2009.

Objetivo: los fondos provenientes de la colocación del bono original tuvieron como destino financiar la participación de la Provincia en la construcción de 2 represas de generación de energía hidroeléctrica (Los Caracoles y Punta Negra), ubicadas sobre el Río San Juan.

Vencimiento: septiembre de 2019 (10 años desde la instrumentación).

### Crterios Relacionados

Metodología de calificación Finanzas  
Públicas registrado ante la Comisión  
Nacional de Valores

Estructura: de acuerdo al Acta de Convenio entre la PSJ y el Gobierno Nacional, éste debe incluir en el Presupuesto Nacional las sumas equivalentes al pago de la cuota anual bajo los bonos como un aporte no reintegrable, por lo cual la Nación transferirá los fondos a la Provincia a fin de que se realice el pago. En caso de que el pago no se efectúe, los tenedores podrán hacer valer luego de transcurridos 30 días el aval del Gobierno Nacional. El Ministerio de Economía Nacional ejecutará la contragarantía con el Banco Nación. La Provincia ratificó la obligación de afectar como contragarantía los fondos provenientes de la Coparticipación Federal de Impuestos pero quedaron liberadas las dos garantía adicionales estipuladas en el Contrato de Fideicomiso original (Transferencias federales bajo el “Fondo para Infraestructura eléctrica” (FIE) y el “Fondo para el desarrollo eléctrico del interior” (FEDEI)).

Eventos de incumplimiento: se podrán declarar vencidos y exigibles los pagos del Bono, acelerándose su vencimiento, en caso de incumplimiento de la Provincia y del Gobierno Nacional de sus obligaciones frente al bono por más de un período de 30 días de la fecha de vencimiento del pago de servicios o en caso de que ambos impongan una moratoria de sus obligaciones financieras externas.

### **Riesgo Crediticio**

A pesar de que los TD constituyen deuda de la PSJ, el Gobierno Nacional se compromete explícitamente a través de la garantía otorgada a cumplir con el pago puntual de los servicios del Bono, por lo que el riesgo crediticio se encuentra fuertemente vinculado a la percepción del riesgo de la Nación.

Estos bonos se encuentran denominados en moneda extranjera bajo la legislación argentina; sin embargo, la garantía del Estado Nacional compromete al pago del monto de los títulos en dólares estadounidenses. Esta garantía se constituye como Endeudamiento Público Interno en Moneda Extranjera de la Nación.

Dado que es una deuda directa de la Provincia, FIX evaluó crediticiamente a San Juan. La PSJ es una Provincia de tamaño relativamente pequeño, pero presenta cuentas muy sólidas con una buena generación de ahorro operativo y una adecuada política anti-cíclica. A su vez se evaluó el enorme perjuicio que implicaría tanto para la Provincia como para sus funcionarios un eventual desvío de los fondos que girará el Gobierno Nacional, en el marco de la garantía, para ser destinados al repago del bono, fondos que por otra parte no existirían de no ser por este instrumento de deuda.

### **Riesgo de Estructura**

La Nación transferirá los fondos a la Provincia a fin de que se realice el pago de los servicios bajo el Bono. Dichos fondos son incorporados en el Presupuesto Nacional y también en el Presupuesto Provincial. En éste último debe figurar, por un lado, como un ingreso afectado a un fin específico y, por el otro, como un egreso en concepto de amortización de capital. La Provincia se encuentra obligada a realizar la transferencia de los fondos afectados.

### **Riesgo de Mercado**

El aval que otorga el Gobierno Nacional contempla el pago de los servicios de los Bonos en tiempo y forma en la moneda de origen, por ello la garantía constituye Endeudamiento Interno en Moneda Extranjera de la República Argentina, independientemente de existir un descalce de moneda entre la contragarantía del aval cedida por la Provincia y el pago de los Bonos. A su vez, en el Presupuesto Nacional Anual se debe estipular el monto necesario para el pago de la cuota de capital, mediante un Aporte no Reintegrable. Esto último está establecido en el Acta Convenio suscripta entre el Gobierno Provincial y Nacional.

## Riesgo Legal

De la opinión legal de los asesores legales de la transacción se desprende que no existen elementos negativos que puedan afectar el grado de protección legal de los inversores. La garantía del Gobierno Nacional fue ratificada en función a los nuevos términos y condiciones de los Bonos y debidamente autorizada, formalizada y emitida. La misma se constituye como una obligación directa, incondicional, no garantizada y no subordinada del garante (República Argentina). Asimismo, resulta válida y vinculante al garante y exigible contra el mismo de conformidad con sus propios términos. Consecuentemente, la garantía tiene la debida forma legal conforme a las leyes de la República Argentina para la exigencia del cumplimiento de las mismas en nuestro país contra el garante.

## Emisor – Provincia de San Juan

FIX evaluó la PSJ en su carácter de emisor y agente de pago del bono calificado, independientemente de la garantía otorgada por la República Argentina.

La PSJ pertenece a la región de Cuyo con una superficie de 89.651 km<sup>2</sup> y una población de 660 mil habitantes, equivalente a un 1,7% de la población nacional. El producto bruto geográfico de la PSJ aporta solo un 1% al producto nacional. Como todas las provincias argentinas, la economía se encuentra dominada por el sector de servicios, con una participación sobre el PGB provincial del 54,6%. Por su parte el sector productor de bienes asciende a un 45,4%, destacándose la producción minera, la industria, el sector de la construcción y el sector agropecuario.

A instancias del régimen de promoción industrial establecido en el año 1983 por la Ley 22.973, el perfil industrial de la Provincia se diversificó pasando de una concentración muy específica en el sector vitivinícola a presentar una estructura que incluye, además de la elaboración de alimentos y bebidas, el sector químico, cemento, plásticos y textiles. Esto permitió elevar la participación del sector industrial sanjuanino en el total provincial.

Por su parte el sector primario, se sustenta principalmente en la actividad agrícola, siendo la producción vitivinícola la más importante. Es la segunda Provincia en importancia en cuanto a la producción de vid y vinos en la Argentina, luego de la Provincia de Mendoza.

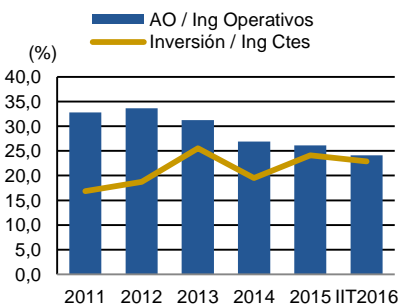
## Finanzas Provinciales

La PSJ es relativamente pequeña en tamaño de ingresos totales (IT), los cuales ascendieron a \$ 21.059,3 millones en el año 2015 y alcanzo para el segundo trimestre del año los \$ 14.099,6 millones un 39,6% más respecto a igual periodo de 2015, explicado principalmente por mayores trasferencia del Estado Nacional que representaron el 59,9% y muestran una evolución del 23,2% en relación igual periodo del año 2015

Los ingresos propios de San Juan representan sólo el 24,2% de los ingresos operativos del año 2015 y 27,5% en el segundo trimestre de 2016, lo que demuestra una importante dependencia de los recursos de origen nacional. Sin embargo, los ingresos propios mostraron una muy buena dinámica a lo largo del período analizado (2011-2015) con un crecimiento nominal promedio anual del 37,4% que para el último trimestre anualizado llegó hasta el 48,7%.

Por su parte el gasto operativo (incluye transferencias corrientes) representó el 73,9% de los ingresos operativos y elevando hasta 75,8% en 2016, ratio que compara favorablemente con el resto de las provincias calificadas por FIX y el consolidado provincial que se ubica en 96,2%. En el último ejercicio el gasto operativo creció un 34,9% mientras que en el segundo trimestre de 2016 este ratio se eleva hasta un 34,1%. En cuanto a los ingresos operativos fue de un 33,6%,

**Gráfica 1: Ahorro Operacional e Inversión**



\* - Presupuesto  
Fuente: Provincia de San Juan

por lo que el margen operativo (ahorro operativo versus ingresos operativos) se mantuvo estable y en niveles muy robustos (26,1% en 2015 frente a 26,9% en 2014).

La Provincia se caracteriza por mantener a lo largo de su historia un muy buen desempeño presupuestario con un adecuado manejo de sus finanzas incluso en contextos de continuas presiones salariales e inflacionarias por el lado del gasto operativo.

### Ahorro operacional e inversión

Durante el período 2011-2015, San Juan presentó cuentas muy sólidas con una muy buena generación de ahorro operativo (AO, ingresos operativos menos gasto operativo). Este es el flujo de libre disponibilidad que cuentan las provincias para el pago de deuda y obra pública. En dichos años las cuentas se cerraron con importantes superávits primario y financiero. En el segundo trimestre del año 2016 se observa que el margen operativo alcanzó 24,1% el cual se redujo frente a igual período de 2015 (30,2%).

Este proceso fue acompañado por una política de inversión en obra pública, tanto con recursos propios provenientes de importantes ahorros operativos como con recursos de afectación específica de terceros, aunque en todo el período analizado el gasto en capital estuvo por debajo de estos excedentes.

### Deuda Pública y Liquidez

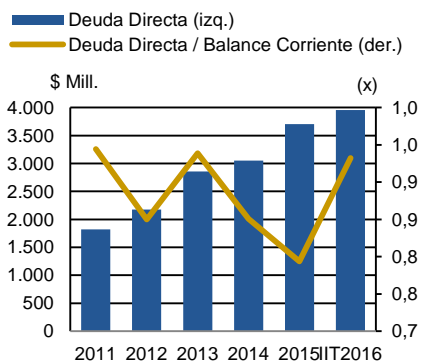
El nivel de endeudamiento es muy bueno y se han logrado con éxito ciertos procesos de reestructuración de deuda luego del default del año 2002. La emisión objeto de calificación es producto de esta política.

La Provincia, en el año 2010, se adhirió al Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas lanzado por el Gobierno Nacional, a través del Decreto 660/2010, mediante el cual se reestructuró gran parte de sus deudas (aproximadamente el 73,6% de la deuda consolidada provincial considerando el bono garantizado por el Gobierno Nacional), lo que permitió importantes mejoras en la sostenibilidad de deuda. El Estado Nacional descontó los Aportes del Tesoro Nacional que le debía a la Provincia, eliminó la indexación de deuda por el CER y aplicó un período de gracia de capital e interés hasta el 31/12/2011, que luego fue extendido en sucesivas oportunidades, siendo el plazo operativo actual el 31/12/2016.

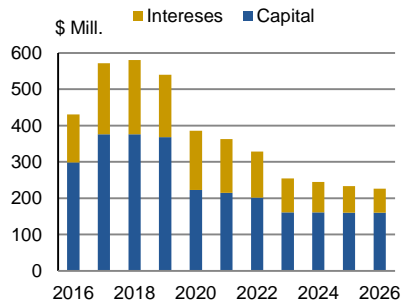
A diciembre de 2015, el stock de deuda documentada ascendía a \$ 3.706,6 millones, que representó un bajo 18,8% de los ingresos corrientes de dicho año y 0,8 veces(x) del AO, cerró el segundo trimestre de 2016 con un crecimiento del 6,7% hasta los \$3.954,2 millones. Por su parte, la composición de la deuda provincial es favorable por acreedor, plazo y tasa, al estar concentrada el 44,3% en organismos internacionales y el 25,9% el Gobierno Nacional. Sin embargo, en los últimos años la participación de la deuda denominada en dólares creció, ascendiendo a un 61,4% en el total del 2015 y para el segundo trimestre de 2016 representó el 62,8%, por el efecto de la devaluación y por la deuda con algunos Organismos Internacionales de Crédito. Dentro de la deuda en dólares se incluyen los TD garantizados que representan un 17,3% del total de deuda a junio de 2016.

FIX considera que la solvencia de la Provincia es muy buena, por tener un perfil de vencimiento de largo plazo, una deuda que en mayor parte está pactada en pesos y a tasa fija, como así también por los buenos márgenes operativos que ha demostrado la Provincia a lo largo del período analizado y las previsiones para el año 2016.

**Gráfica 2: Evolución de la Deuda**



**Gráfica 3: Cronograma de Deuda**



Fuente: Provincia de San Juan

## Anexo A. Desempeño Presupuestario

### Administración Central y Organismos Descentralizados

(millones de pesos corrientes)

	2011	2012	2013	2014	2015	6m 2015	6m 2016
<b>Ingresos Totales</b>	<b>6.702,9</b>	<b>8.546,1</b>	<b>11.204,4</b>	<b>15.468,9</b>	<b>21.059,3</b>	<b>10.093,9</b>	<b>14.099,0</b>
<b>Ingresos Propios</b>	<b>1.435,1</b>	<b>2.033,5</b>	<b>2.891,2</b>	<b>3.784,6</b>	<b>5.103,6</b>	<b>2.609,3</b>	<b>3.881,8</b>
Tributarios	880,9	1.168,3	1.648,7	2.050,7	2.610,1	1.304,5	1.563,5
No Tributarios	327,6	492,7	417,4	560,8	627,1	408,4	570,2
Venta de Bienes y Servicios	24,1	38,7	40,4	46,5	40,4	20,1	22,0
Renta de Propiedad	202,5	333,8	784,7	1.126,6	1.826,1	876,3	1.726,1
<b>Ingresos de Terceros</b>	<b>4.640,1</b>	<b>5.908,1</b>	<b>7.625,5</b>	<b>10.709,1</b>	<b>14.587,0</b>	<b>6.853,4</b>	<b>8.444,4</b>
Participaciones Federales	4.403,1	5.595,4	7.295,8	10.224,6	14.030,9	6.577,1	8.163,6
Coparticipación Federal de Impuestos (Ley 23.548)	3.497,9	4.438,5	5.769,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Otras Participaciones de Libre Disponibilidad	905,2	1.157,0	1.525,9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Transferencias Corrientes	237,0	312,6	329,7	484,5	556,1	276,3	280,8
<b>Ingresos de Capital</b>	<b>627,7</b>	<b>606,9</b>	<b>687,6</b>	<b>975,2</b>	<b>1.368,8</b>	<b>631,2</b>	<b>1.772,9</b>
<b>Egresos Totales</b>	<b>4.979,2</b>	<b>6.543,1</b>	<b>9.395,3</b>	<b>12.651,9</b>	<b>17.561,5</b>	<b>7.645,8</b>	<b>10.903,0</b>
<b>Gasto Primario</b>	<b>4.969,7</b>	<b>6.532,6</b>	<b>9.377,3</b>	<b>12.607,3</b>	<b>17.503,2</b>	<b>7.618,4</b>	<b>10.860,1</b>
<b>Gasto Operativo</b>	<b>3.945,8</b>	<b>5.045,0</b>	<b>6.687,8</b>	<b>9.777,9</b>	<b>9.779,9</b>	<b>4.417,7</b>	<b>6.039,9</b>
Personal	2.193,7	2.894,0	3.888,8	5.687,1	7.565,2	3.551,3	4.977,0
Bienes y Servicios	692,4	899,2	1.115,3	1.601,2	2.214,7	866,4	1.062,8
Transferencias Corrientes	1.059,8	1.251,8	1.683,7	2.489,6	3.414,4	1.576,4	1.983,5
<b>Gasto de Capital</b>	<b>1.023,9</b>	<b>1.487,7</b>	<b>2.689,5</b>	<b>2.829,4</b>	<b>4.308,8</b>	<b>1.624,3</b>	<b>2.817,7</b>
<b>Balance Primario</b>	<b>1.733,1</b>	<b>2.013,5</b>	<b>1.827,1</b>	<b>2.861,6</b>	<b>3.556,2</b>	<b>2.475,6</b>	<b>3.238,9</b>
(-) Intereses	9,5	10,5	18,0	44,6	58,3	27,4	42,9
<b>Balance Financiero antes de items figurativos</b>	<b>1.723,7</b>	<b>2.003,0</b>	<b>1.809,0</b>	<b>2.817,0</b>	<b>3.497,8</b>	<b>2.448,1</b>	<b>3.196,0</b>
(+) Ingresos Figurativos	784,1	1.132,2	1.472,2	2.175,9	2.707,9	1.026,1	1.514,6
(-) Egresos Figurativos	1.119,9	1.506,7	1.890,2	2.738,8	3.739,4	1.100,8	2.230,5
<b>Balance Financiero</b>	<b>1.387,9</b>	<b>1.628,4</b>	<b>1.390,9</b>	<b>2.254,0</b>	<b>2.466,3</b>	<b>2.373,5</b>	<b>2.480,1</b>
(-) Amortizaciones de Deuda Consolidada	50,3	86,1	60,9	340,5	409,3	44,4	182,0
(-) Inversión Financiera	1.450,5	1.828,6	1.517,5	2.325,3	2.756,3	1.341,3	2.195,5
(+) Disposiciones Deuda Consolidada	113,3	286,3	144,4	314,1	574,0	181,5	327,0
(+) Disminución de Inversión Financiera	-	-	8,0	27,8	1,0	144,3	107,4
<b>Balance Fiscal</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-35,0</b>	<b>-69,9</b>	<b>-124,4</b>	<b>1.313,6</b>	<b>536,9</b>
<b>Indicadores Relevantes</b>							
Deuda Pública Directa (DD)	1.819,2	2.175,9	2.857,1	3.053,3	3.706,6	3.063,61	3.954,22
Ingresos Operativos (Ing. Op.)	5.872,7	7.605,4	9.732,0	13.367,1	17.864,5	8.586,40	10.600,08
Gasto Operativo (GO)	3.945,8	5.045,0	6.687,8	9.777,9	13.194,3	5.994,10	8.042,35
Ahorro Operativo (AO)	1.926,9	2.560,4	3.044,2	3.589,2	4.670,1	2.592,29	2.557,73
Margen Operativo (AO / Ing. Op.) (%)	32,8	33,7	31,3	26,9	26,1	30,2	24,1
Ingresos Propios / Ing. Totales (%)	21,4	23,8	25,8	24,5	24,2	25,9	27,5
Personal / Ing. Corrientes (%)	36,1	36,5	37,0	39,2	38,4	37,5	40,4
Inversión / Ing. Corrientes (%)	16,9	18,7	25,6	19,5	21,9	17,2	22,9
<b>Niveles de Endeudamiento y Sostenibilidad</b>							
DD / Ing. Op. (veces)	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4
DD / AO (veces)	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	1,2	1,5
Servicios de DD / Ing. Op. (%)	1,0	1,2	0,8	2,9	2,6	1,1	1,3
Servicios de DD / AO (%)	3,1	3,8	2,6	10,7	10,0	3,4	5,2

## Anexo B. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, realizado el día 25 de Octubre de 2016, confirmó en la Categoría 'AA(arg)' la calificación de los Títulos de Deuda Garantizados por la República Argentina por USD 60.840.000 emitidos por la Provincia de San Juan en el marco de reestructuración de su deuda. Adicionalmente se mantuvo la perspectiva de la calificación en estable.

**Categoría AA(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

**Nota:** la Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Las Perspectivas pueden ser positivas, estables o negativas. Una perspectiva positiva o negativa no implica que un cambio sea inevitable. Del mismo modo, las calificaciones con perspectiva estable pueden ser subidas o bajadas antes de que se cambie a positiva o negativa la perspectiva, en caso de que las circunstancias así lo requieran

**Fuentes de Información:** la presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor y asesor legal de carácter privada a junio de 2016. Asimismo, se ha utilizado la siguiente información pública:

- Presupuesto de la Provincia de San Juan para el año 2016 disponible en <http://hacienda.sanjuan.gov.ar/>
- Ejecuciones presupuestarias de la Provincia de San Juan para el período 2011 a 2015 y parcial a junio de 2016 disponible en <http://hacienda.sanjuan.gov.ar/>
- Stock de deuda consolidada y flotante de la Provincia de San Juan para el período 2011 a 2015 y parcial a junio de 2016 disponible en <http://hacienda.sanjuan.gov.ar/>.
- Avisos de Pago a septiembre de 2016 disponibles en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

**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 (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.**

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 como ha sido recibida del emisor, 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 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 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.