

Provincia de Entre Ríos

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional BBB(arg)

Instrumentos de Deuda

TDP ER 2015 Serie I por \$300 MM A-(arg)

TDP ER 2015 Serie II Clase B por AR\$ 30 MM A-(arg)

TDP ER 2015 Serie III por AR\$ 300,04 MM A-(arg)

Letras ER 2016 por hasta AR\$ 1.218,4 MM A3(arg)

TDP ER 2016 Serie I Clase 1 en pesos por \$600 MM A2(arg)

TDP ER 2016 Serie I Clase 3 en dólares por USD 4,66 MM A-(arg)

TDP: Títulos de Deuda Pública

TDP: Títulos de Deuda Pública

Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de Entre Ríos (ER)

	31 Dic 2016p	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	39.118,9	29.834,8
Deuda (\$ millones)	19.490,9	12.727,2
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	3,1	7,7
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	25,0	18,3
Deuda/ Balance Corriente (x)	287,0	6,9
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	1,06	4,9
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	7,9	11,3
Balance Financiero/ Ingresos Totales (%)	-3,8	-0,1
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	1,67	43,61

Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda

Analistas

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

Analista secundario
Soledad Reija
Director Asociado
+54 11 5235-8138
soledad.reija@fixscr.com

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

Detalle del Programa

Instrumento*	Monto hasta	Vencimiento Final	Calificación Preliminar
Programa de Letras 2017	AR\$ 1.649,91 millones*	365 días desde la fecha de emisión	A3(arg)

* - Programa creado bajo el Decreto Provincial N° 09/17

Nota: Las calificaciones preliminares no reflejan las calificaciones finales y se basan en información provista por el emisor. Estas calificaciones son provisionales y están sujetas a la documentación definitiva al cierre de la operación. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva Negativa: FIX mantiene la perspectiva negativa de las calificaciones de largo plazo de la Provincia de Entre Ríos (PER o Provincia) debido a la ajustada liquidez producto del deterioro del desempeño operativo con fuerte presión de las Instituciones de la Seguridad Social (ISS) que impone continuas necesidades de financiamiento que afectan la capacidad de pago. FIX monitoreará la evolución de los recursos provinciales y nacionales y las transferencias de Nación por la armonización de las Cajas de Jubilación; todo en el marco de un análisis de la evolución del gasto operativo.

Ajustada posición de liquidez: en los últimos años la PER registró una posición de liquidez débil, con una deuda flotante equivalente al 14,4% de los ingresos operativos al cierre provisorio 2016. Por su parte la deuda consolidada mantiene importantes vencimientos en el corto plazo lo que determina una continua necesidad de financiamiento. El 08/02/17, Entre Ríos emitió deuda en el mercado internacional a 8 años, por USD 350 millones, a una tasa del 8,75% anual, con el objetivo de reestructurar deuda y financiar proyectos de obra pública. FIX entiende que la emisión aporte cierto alivio a la liquidez provincial, aunque se evaluará la evolución del ahorro operativo en un año electoral así como los términos y condiciones de futuros endeudamientos.

Fuerte presión de las ISS: los crecientes déficits previsionales afectan fuertemente el desempeño operativo de ER. El margen operativo del 9,7% alcanzado en el período 2011-2015 se reduce a un bajo nivel de 1,3% si se incluye el peso de las ISS. Al cierre provisorio del 2016 su margen operativo ajustado con el ISS alcanza un déficit de -5,2%. FIX estima que la Ley Nacional de Reparación Histórica para Jubilados y Pensionados mejorará este ratio aunque el mismo continuará siendo monitoreado.

Deterioro del desempeño operativo sin las ISS: Al cierre provisorio de 2016, el margen operativo registró un deterioro con relación al 2015 (3,1% frente al 7,6% del 2015) por una menor flexibilidad presupuestaria por presiones en el gasto operativo. Si bien el Acuerdo Nación-Provincias ratificado por Ley Nacional N° 27.260, le permitió a la Provincia recibir mayores ingresos en el 2016 por \$ 690 millones gracias a la eliminación gradual de la retención del 15% de la masa coparticipable, es importante evaluar la evolución del gasto.

Moderado nivel de endeudamiento: al cierre provisorio 2016 la deuda representó 49,8% de los ingresos corrientes y 287x (veces) del balance corriente. Las necesidades financieras para el 2017 son elevadas por lo que se prevé un aumento nominal de la deuda consolidada. El Acuerdo Nación-Provincias es una fuente alternativa de financiamiento, porque además de la devolución de ciertos recursos de coparticipación, las provincias pueden solicitar un préstamo a una tasa subsidiada al Fondo de Garantía de Sustentabilidad.

Desarrollo económico: la economía de ER representa el 2,5% del producto nacional y se sustenta sobre la actividad agrícola-ganadera e industrias vinculadas al sector agropecuario. La Provincia posee aptitudes para desarrollar actividades productivas más intensivas en tecnología y conocimiento, que complementen el sector primario y agro-industrial.

Sensibilidad de la calificación

Desempeño operativo, endeudamiento y refinanciación: deterioro del margen operativo con presión de las ISS junto a un elevado endeudamiento que afecten la solvencia de la Provincia y/o un mayor riesgo de refinanciación podrían derivar en una acción de revisión a la baja en las calificaciones.

Garantía de los TD Pública ER: un cambio en la evolución de la garantía y/o un incremento en la afectación de los recursos de coparticipación con impacto negativo en los niveles de cobertura de los servicios, podría presionar a la baja de las calificaciones. A su vez cambios en la calificación de la Provincia podría impactar sobre la calificación de los TDP en la misma dirección.

Resumen: Fortalezas y Debilidades

	Marco Institucional*	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía*
Estatus	Debilidad	Neutral	Neutral	Estable	Neutral
Tendencia	Estable	Negativa	Negativa	Estable	Estable

Nota: * conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Generación de márgenes operativos positivos y estables, aunque fuertemente afectados por el peso del Sistema de Seguridad Social.
- Moderado nivel de endeudamiento en términos del presupuesto y composición de deuda adecuada aunque con tendencia negativa.
- Tamaño poblacional y económico medio con alto potencial de desarrollo.

Debilidades:

- Importante carga del déficit del sistema previsional que impactan sobre la liquidez.
- Baja flexibilidad presupuestaria y alta dependencia del Gobierno Nacional.
- Concentración de los servicios de deuda en el corto y mediano plazo.
- Importantes necesidades financieras.

Marco institucional

Contexto nacional-provincial

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. En las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto impactó en mayor dependencia de las provincias a los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes y de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo con un reparto de recursos Nación-Provincia en desmedro de los gobiernos locales.

Las finanzas provinciales consolidadas se han visto afectadas en los últimos años, por el aumento de la presión del gasto operativo en un contexto inflacionario y la desaceleración de la economía con impacto en la dinámica de los ingresos. Las cuentas provinciales fueron aún más presionadas por el incremento de las necesidades financieras, las decisiones discrecionales y en muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local. Lo anterior se

Criterios Relacionados

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

agudizó en el 2015 afectado por ser un año electoral. Se espera que el 2016 sea similar en un contexto de importantes desafíos macroeconómicos.

FIX opina que un cambio en el marco institucional entre Nación-Provincias es complejo para ser resuelto en el corto-mediano plazo; sin embargo, reconoce un cambio positivo en el entorno operativo entre el gobierno 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.

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y la ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria. Para un mayor detalle ver el comunicado de prensa: [“FIX \(afiliada de Fitch Ratings\) revisó la Perspectiva del Sector de Sub-Soberanos a Estable desde Negativa”](#) del 22 de julio de 2016 en www.fixscr.com.

Provincia de Entre Ríos

De acuerdo a la Constitución de ER, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, autorizándose una única reelección inmediata.

Por su parte, el Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cámaras: la de senadores y la de diputados. La primera está constituida por 17 miembros y la segunda por 34. Los mandatos de los legisladores duran cuatro años y las cámaras se renuevan completamente en cada elección. En ambas cámaras el partido gobernante cuenta con mayoría.

A su vez, la Provincia está subdividida políticamente en 17 departamentos, que carecen de forma de gobierno o administración autónoma y en 78 municipios que gozan de autonomía institucional, política, administrativa, económica y financiera gracias a la reforma de la Constitución Provincial del 2008.

Deuda y Liquidez

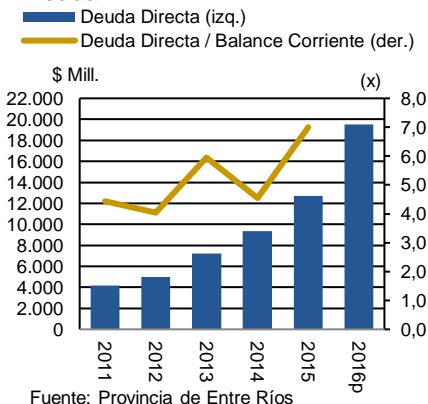
Deuda

Al cierre provisorio de 2016 la deuda consolidada directa ascendió a \$19.395,4 millones un 53,6% por encima a la deuda en igual periodo de 2015 (*ver gráfico 1*). Este incremento se explica por el aumento de la deuda contraída con diversas Entidades Financieras y con Organismos Multilaterales de Crédito en términos nominales y por la activa participación de la Provincia en el mercado de capitales local con la emisión de títulos de deuda y letras del tesoro a fin de cubrir las necesidades financieras del ejercicio y déficits acumulados.

La deuda directa respecto a los ingresos corrientes ha sido bastante estable, registró un promedio anual del 41,7% en los últimos cinco años y al cierre provisorio de 2016 alcanzó un 49,6%.

Cabe destacar que el 8 de febrero de 2017, la Provincia emitió deuda en el mercado internacional por USD 350 millones a una tasa del 8,75% anual, con el objetivo de reestructurar deuda y financiar proyectos de obra pública. El bono emitido tiene un plazo de amortización de 8 años y un vencimiento en febrero 2025. Los intereses de los títulos se pagarán semestralmente los días 8 de febrero y 8 agosto de cada año a partir del 8 de agosto de 2017 y hasta la fecha de

Gráfica 1: Evolución de la Deuda



vencimiento. El capital se amortizará en tres cuotas: 33,33% el 8 de febrero de 2023, el 33,33% el 8 de febrero de 2024 y 33,34% el 8 de febrero de 2025. Pese al incremento de deuda se espera que, al cierre del 2017, los indicadores de apalancamiento se mantengan en niveles razonables del orden del 50% aproximadamente medido con relación a los ingresos corrientes.

FIX considera que la emisión en el mercado de capitales internacionales le otorgó a la Provincia una mayor holgura económico-financiera mejorando la liquidez, aunque el estrecho ahorro operativo podría contrarrestar dicho efecto.

La composición de la deuda provincial es favorable en términos de acreedor, moneda y tasa, aunque la tendencia es negativa: en el 2016 el 39,3% de la deuda se concentraba en el Gobierno Nacional, una deuda de largo plazo, en pesos, a tasa fija y con un acreedor amigable; mientras que en 2012 esta deuda representaba el 66%. Dadas las necesidades financieras de la Provincia y las condiciones del mercado local, la deuda se volvió más de corto plazo, con un aumento de la deuda en Títulos Públicos y denominada en moneda extranjera.

En 2016 los servicios de deuda representaron un 820,0% del ahorro operativo (AO) cuando en el 2012 representaron el 53,6%. FIX a fines de ser equitativos con la comparación de este ratio con otros pares calificados, realizó un ajuste sobre los servicios de deuda por el impacto del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), por lo cual en el 2016 el ratio se reduce a 681,1%, aunque se mantiene en un nivel ajustado, mientras que en el 2012 al 25,2%.

El plazo máximo de la deuda de ER, vigente y en trámite de contratación, se extiende hasta el año 2030, aunque el 36,9% de los vencimientos de la misma se encuentra concentrado en el período 2017-2019 (ver gráfico 2).

Todos los TD ER calificados por FIX si bien son obligaciones directas de la Provincia, cuentan con garantía de los recursos de coparticipación de impuestos que actúan en forma de retención y pago, la cual fue ponderada en la calificación de los instrumentos (ver Anexo C).

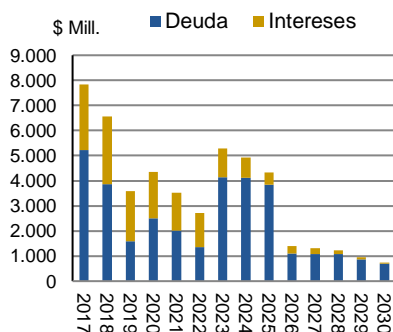
Liquidez

La posición de liquidez de la Provincia se deterioró en los últimos años, a raíz del déficit acumulado que se viene generando desde el año 2008 y que al 31/12/2016 ronda los \$ 4.413 millones. En el mismo se considera el impacto de la ISS en las cuentas provinciales.

Respecto a los niveles de deuda flotante, existe cierta presión sobre la liquidez provincial, en el cierre provisorio 2016 representó 48,9 días del gasto primario y 14,4% respecto de los ingresos operativos de dicho año. Estos indicadores se mantienen en niveles similares a años anteriores en donde el promedio registrado para el periodo 2011-2015 era de 49,7 días y 14,8% respectivamente. El carácter cortoplacista de la deuda obliga a ER a lograr stocks de saldos líquidos suficientes para evitar arrastres de estos pasivos operativos de un ejercicio a otro, cuestión que no logra desde el 2011. En el 2016 los saldos líquidos cubrieron 0,5x la deuda flotante.

La Provincia cubre déficits transitorios del tesoro provincial con la utilización del FUCO, que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. Adicionalmente ER cuenta con otra fuente de liquidez a través de la emisión de Letras de Tesoro de corto plazo. Para el año 2017, la Provincia creó el Programa de Letras 2017 por hasta \$ 1.649,91 millones que deberán ser emitidas dentro del ejercicio pero cuyo vencimiento podrá superarlo, siempre y cuando opere 365 días desde la fecha de emisión. FIX asignó la calificación de corto plazo A3(arg) a este Programa. A la fecha del presente informe de calificación el saldo en circulación de Letras 2016 asciende a \$ 658,9 millones.

Gráfica 2: Perfil Amortización de Deuda



Fuente: Provincia de Entre Ríos

Contingencias

La PER es una de las provincias argentinas que no transfirió su sistema de seguridad social al gobierno nacional. Tal cual lo estipulado por ley, hasta el año 2009 los crecientes déficits previsionales fueron cubiertos por el Gobierno Nacional mediante acuerdos de transferencia. Sin embargo, a partir del año 2012 estas transferencias se interrumpieron por lo que la administración provincial comenzó a afrontar los déficits previsionales con recursos propios, deteriorando considerablemente el desempeño operativo de la Provincia.

A partir de 2016, en el marco de la ley 27.260 (Armonización de Sistemas Previsionales Provinciales), el Gobierno Nacional comenzó a armonizar las Cajas Previsionales no transferidas. El programa de armonización busca cubrir los déficits en proporción al grado de armonización que se haya logrado en cinco componentes: la edad jubilatoria, las alcúotas de aportes y contribuciones patronales, la cantidad de años de servicio con aportes efectivos, la determinación del haber inicial y la movilidad jubilatoria. Actualmente, Nación se comprometió a financiar el 50% del déficit de la Caja Previsional de PER.

Es importante mencionar que a través de un convenio firmado en diciembre 2016, ER reconoce y asume una deuda con ANSES por \$ 385,08 millones en concepto de prestaciones percibidas generadas por una infracción a la Ley N°14.370 motivo por el cual se decidió cancelar la totalidad de la deuda neteando la misma de los fondos a percibir por la Nación a través de la Armonización de las Cajas. Es por ello que Nación, si bien reconoció un monto de \$1.125,08 millones por la determinación del déficit previsional del ejercicio 2016, la Provincia percibió un monto de \$740 millones bajo este concepto. Para el presente ejercicio se espera que ingresen \$1.500 millones.

En cuanto a empresas públicas que no consolidan presupuestariamente con la administración provincial, podemos destacar a ENERSA, empresa de energía eléctrica de ER. El ajuste realizado a las tarifas permite mantener los planes de inversión de la compañía, que actualmente no le está ocasionando afectación de recursos a la Provincia.

FIX entiende que es un desafío para la Provincia mantener el equilibrio entre la dinámica de los gastos operativos a la evolución de los ingresos operativos y encontrar una solución o un plan de acción para contrarrestar el déficit de las ISS dado que es una de los factores determinantes en la presión del margen operativo.

Desempeño presupuestario

El sector de la administración pública de ER consiste en la Administración Central, los Organismos Descentralizados e ISS. Los Anexos A y B incluyen únicamente las cuentas de la Administración Central y los Organismos Descentralizados a efectos de que las cuentas sean comparables con el consolidado provincial. Se analizaron los ejercicios fiscales cerrados de 2011-2015, datos provisorios al cierre 2016, así como el presupuesto 2017.

Ingresos operativos

Al cierre provisorio de 2016 los ingresos operativos de la PER ascendieron a \$ 39.119 millones, equivalente a un aumento nominal del 31% con respecto al año anterior. Se registra cierta desaceleración del crecimiento respecto al año anterior.

La estructura de ingresos operativos de ER es pro-cíclica, donde el peso de Ingresos Brutos y Coparticipación de Impuestos (cuyos principales componentes son el IVA y el Impuesto a las Ganancias) promedia el 66% para el período 2013-2016p, cuyas respectivas evoluciones recaudatorias están estrechamente vinculadas al nivel de actividad económica y de precios. Al cierre provisorio 2016 el crecimiento de los ingresos operativos se explicó por el incremento de Ingresos Tributarios (+34,9%) en donde el impuesto automotor presentó el mayor crecimiento (+42,9%), por Ingresos Propios (+34,5%) y, por la evolución ingresos de terceros (+28,1%).

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016p
– Ingresos Brutos	3.499	4.469	5.931
– Sellos	355	455	610
– Inmobiliario	1.376	1.433	1.998
– Patententes	533	722	1.032
– Otros Tributarios	65	629	829
Tributarios provinciales	5.808	7.708	10.400
Regalías	230	141	135
Tasas, Derechos y otros	346	387	562
Tributarios nacionales	14.552	19.842	25.412
Transferencias corrientes	1.142	1.513	2.303
Total ingresos operativos^a	22.769	29.835	39.119

^a – no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados).

Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

ER, al igual que la mayoría de las provincias argentinas, depende en gran medida de las transferencias de origen federal: en promedio para el período 2013-2016p la participación de estos ingresos en los ingresos operativos fue de 65,6%. Lo anterior le resta flexibilidad presupuestaria a la Provincia.

Según el presupuesto 2017, los ingresos operativos ascenderán a \$ 51.185,3 millones, equivalente a una suba nominal del 31,1% respecto al cierre provisorio 2016. Las previsiones de crecimiento dependerán principalmente de la evolución del nivel de la actividad económica y de los precios a nivel nacional y regional dada la existencia de una estructura pro-cíclica de ingresos.

Gastos operativos

Los gastos operativos al cierre provisorio 2016 totalizaron \$ 37.924 millones, equivalente a un aumento nominal del 37,8% respecto al año anterior. El aumento se explicó principalmente por el incremento del gasto en personal (+40,3%) seguido por transferencias corrientes (+33,7%) y gastos en bienes y servicios (+28,1%),

En línea con las presiones salariales en un contexto inflacionario, la estructura presupuestaria de ER fue ganando rigidez, en donde el gasto en personal pasó de representar el 58,2% de los ingresos operativos en 2012 al 67,9% en 2016. Esta dinámica es común a todas las provincias en los últimos años.

Según el presupuesto 2017, se espera un crecimiento del 15,8%, aunque FIX entiende se ubicará muy por encima dado que no se encuentran incorporadas las negociaciones salariales para el corriente año.

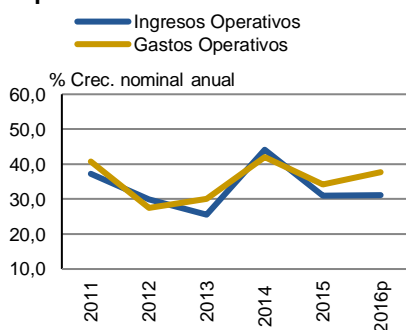
Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016p
- Personal	13.761	18.933	26.566
- Bs y Ss no personales	1.917	2.428	3.111
-Transferencias corrientes	4.836	6.170	8.247
Total gastos operativos^a	20.514	27.531	37.924

^a - no incluye intereses pagados.

Fuentes: Entre Ríos y cálculos de FIX.

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos



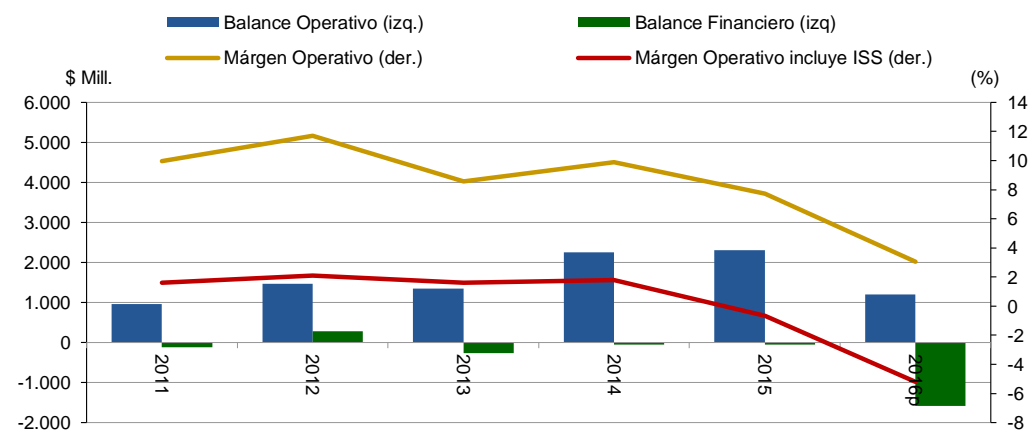
Fuente: Provincia de Entre Ríos y cálculos de FIX

Ahorro operativo e inversión

ER logró, en el periodo 2012-2015 y en un marco de mayores presiones inflacionarias, registrar márgenes operativos (ahorro operativo sobre ingresos operativos) positivos y adecuados en el orden del 9,5% sin considerar el peso de la ISS. Sin embargo, si se considera el peso de la misma, el margen operativo se reduce considerablemente a un 1,3% para el mismo periodo (ver gráfico 4).

Al cierre provisorio de 2016 alcanzó un margen operativo del 3,1% mostrando una fuerte desmejora frente al 2015 donde alcanzó un 7,7%. Si se incorporan las ISS cae a -5,2%. Según FIX, la presión de la ISS sobre el desempeño operativo de la Provincia es una de las principales debilidades en la calificación. La Provincia no pudo cubrir los déficits de los ejercicios anteriores dado que no obtuvo excedentes financieros ni tampoco hasta el año 2016 obtuvo fuentes de

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario



Fuente: Provincia de Entre Ríos

financiamiento de largo plazo que permitieran aliviar la presión de liquidez en el corto plazo.

El presupuesto 2017 prevé un margen operativo del 14,2% sin considerar la ISS. Sin embargo, FIX opina que el mismo se encontrará por debajo al suponer que los gastos operativos se encuentran subestimados.

La inversión pública depende principalmente de la evolución de las transferencias de capital de parte del Gobierno Nacional (ver gráfico 5), dado que los márgenes operativos se han visto presionados por la dinámica del gasto operativo y el déficit de la ISS. El gasto de capital de ER se concentró principalmente en obras viales (rutas y caminos rurales), en vivienda y urbanización.

En cuanto a la inversión, el presupuesto 2017 prevé un importante crecimiento hasta alcanzar el 30,8% de los ingresos corrientes aunque esta suele presupuestarse por lo que se proyecta ejecutar, lo cual depende de diversas variables como ser; resolución de procesos licitatorios, obtención del financiamiento u otras cuestiones operativas.

Gestión y Administración

El actual Gobernador de ER es el Contador Gustavo Bordet, perteneciente al Partido Frente para la Victoria, quien fue electo en las últimas elecciones del 25 de octubre de 2015 para gobernar la Provincia por el período 2015-2019. En el pasado Bordet fue Intendente de Concordia por dos mandatos consecutivos (2007-2011 y 2011-2015). Actualmente el partido del gobernador cuenta con mayoría en la Cámara de Diputados.

Perfil Socioeconómico

ER es una de las 24 provincias argentinas, localizada en la Mesopotamia argentina, formando parte de la Región Centro de la Argentina, cuya superficie representa el 2,8% del territorio nacional. Su ciudad capital es Paraná.

Población y condición social

De acuerdo al censo 2010, ER es la séptima provincia argentina más poblada con 1.235.994 habitantes, equivalente al 3,1% de la población nacional. La población entrerriana aumentó un 7,9% respecto al censo 2001, por debajo del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. El 45% de la población se concentra en cuatro municipios, siendo el principal la ciudad capital, Paraná.

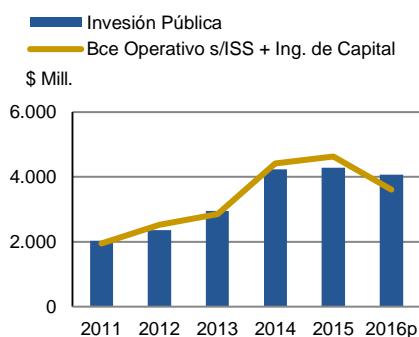
La favorable evolución del nivel de actividad de la economía entrerriana en los últimos años estuvo acompañada por una mejora en los indicadores de desempleo, pobreza e indigencia.

Economía

ER posee una ubicación geográfica y una dotación de recursos naturales excepcionales. Está situada en la región noreste de la Argentina, el corazón del Mercosur. Por ella pasa el corredor bioceánico sudamericano que une Chile, Argentina, Uruguay y el Sur de Brasil, y la hidrovía Paraná-Paraguay. Asimismo, ER es adyacente a la Provincia de Buenos Aires, principal mercado de producción y consumo de la Argentina. La totalidad de la superficie de tierra firme es apta para la ganadería, en tanto el 53% de la superficie entrerriana es apta para la actividad agrícola, que junto a sus industrias relacionadas representan el núcleo de la estructura productiva y exportadora de ER.

El Producto Bruto Provincial (a precios constantes) durante el período 2010-2014 tuvo un crecimiento real estimado del 21%, siendo los sectores Productores de Bienes los que mayor aumento han mostrado durante dicho período, con una variación del 25%. Dentro del mismo, todos los sectores han presentado variaciones positivas a excepción de la pesca –que tuvo una pequeña contracción del 4%- siendo los sectores más dinámicos la “Industria Manufacturera”

Gráfica 5: Ahorro e Inversión



Fuente: Provincia de Entre Ríos

(con un incremento del 34%), la “Explotación de Minas y Canteras” (con el 28%) y la “Agricultura, ganadería, caza y silvicultura” (con el 20% de aumento).

En el período analizado, entre los sectores Productores de Servicios cuyo crecimiento fue del 18% entre 2010 y 2014 donde se destacan el crecimiento del sector financiero con un aumento del 92% y los Servicios Sociales y de Salud con un crecimiento de 28% y el Comercio mayorista y minorista se expandió finalmente un 24%.

En el 2016 las exportaciones entrerrianas registraron un total de USD FOB 1.242,9 millones lo que representó una caída del 37% respecto del 2012. Cabe destacar que la baja del crecimiento se observa a partir del año 2013 en donde sistemáticamente las exportaciones decrecieron año a año. En términos de composición, el 55,6% de las exportaciones se concentró en el sector primario mientras que el 36,2% en el sector agroindustrial y el restante 8,2% en el sector industrial.

Al tercer trimestre de 2016 la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) registró una tasa de actividad del 44,3% y 39,9% para los aglomerados de Gran Paraná y Concordia respectivamente y una tasa de empleo del 42,1% y 37,7%.

Anexo A

Provincia de Entre Ríos

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016p
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	10.917,9	14.266,1	20.360,4	27.550,1	35.812,4
Otras transferencias Corrientes recibidas	818,6	713,8	1.142,0	1.513,2	2.303,4
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	846,2	817,8	1.266,8	771,6	1.003,1
Ingresos Operativos	12.582,7	15.797,6	22.769,2	29.834,8	39.118,9
Gastos operativos	-11.110,0	-14.444,1	-20.513,7	-27.531,0	-37.924,1
Balance Operativo	1.472,8	1.353,5	2.255,5	2.303,9	1.194,8
Intereses cobrados	0,0	0,1	0,3	0,3	1,1
Intereses pagados	-76,3	-160,3	-229,3	-470,3	-1.128,0
Balance Corriente	1.396,5	1.193,3	2.026,5	1.833,9	67,9
Ingresos de capital	1.243,1	1.492,3	2.156,5	2.323,9	2.417,9
Gasto de capital	-2.364,5	-2.947,5	-4.234,5	-4.205,1	-4.066,2
<i>Balance de capital</i>	<i>-1.121,4</i>	<i>-1.455,2</i>	<i>-2.078,0</i>	<i>-1.881,2</i>	<i>-1.648,3</i>
Balance Financiero	275,1	-261,9	-51,5	-47,3	-1.580,4
Balance Financiero luego ítems figurativos	-508,0	-1.299,8	-1.515,4	-2.063,0	-4.413,1
Nueva deuda	910,7	1.669,5	1.890,0	5.189,4	9.359,4
Amortización de deuda	-713,0	-960,9	-2.032,9	-4.994,7	-8.669,3
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>197,7</i>	<i>708,6</i>	<i>-142,9</i>	<i>194,7</i>	<i>690,1</i>
Resultado Final	472,8	446,7	-194,4	147,4	-890,2
DEUDA					
Corto Plazo	0,0	361,1	396,4	529,8	n.d.
Largo Plazo	4.881,3	6.736,6	8.826,5	12.095,9	n.d.
Deuda Directa	4.881,3	7.097,7	9.223,0	12.625,7	19.395,4
+ Deuda cuasi directa	103,3	131,5	112,8	101,4	95,5
Riesgo Directo	4.984,6	7.229,2	9.335,7	12.727,2	19.490,9
- Liquidez	1.651,2	1.546,4	1.948,7	3.184,0	2.939,0
Riesgo Directo Neto	3.333,4	5.682,8	7.387,0	9.543,2	18.184,5
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	3.333,4	5.682,8	7.387,0	9.543,2	18.184,5
Datos sobre Riesgo Directo					
% moneda extranjera	14,2	30,7	31,3	31,4	n.d.
% no bancaria	76,1	74,4	62,5	58,9	51,1
% tasa de interés fija	67,7	68,4	44,7	44,9	n.d.

p – datos provisorios

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Entre Ríos.

Anexo B

Provincia de Entre Ríos

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016p
Ratios de Desempeño Presupuestario					
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	11,7	8,6	9,9	7,7	3,1
Balance corriente/Ingresos Corrientesa (%)	11,1	7,6	8,9	6,1	0,2
Balance financiero/Ingresos totalesb (%)	2,0	-1,5	-0,2	-0,1	-3,8
Resultado final/Ingresos totales (%)	3,4	2,6	-0,8	0,5	-2,1
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	30,0	25,5	44,1	31,0	31,1
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	27,5	30,0	42,0	34,6	37,8
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	50,8	-14,5	69,8	-9,5	-96,3
Ratios de Deuda					
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	18,9	45,4	29,9	36,9	53,6
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,6	1,0	1,0	1,6	2,9
Balance operativo/Intereses pagados (x)	16,3	8,4	9,8	4,9	1,1
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	6,3	7,1	9,9	18,3	25,0
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	53,6	82,8	100,3	237,2	820,0
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	39,4	44,9	40,5	42,3	
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	39,6	45,8	41,0	42,7	49,8
Deuda directa/Balance corriente (x)	3,6	6,1	4,6	6,9	287,0
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	3,6	6,1	4,6	6,9	287,0
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	26,5	36,0	32,4	31,9	46,5
Deuda directa per capita (\$)	3.910	5.630	7.245	9.819	n.d.
Ratio de Ingresos					
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Impuestos/Ingresos operativos (%)	86,8	90,3	89,4	92,3	91,5
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	26,0	25,9	28,5	28,0	29,0
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	656	4,5	5,0	5,1	5,9
Ingresos operativos/Ingresos totalesb (%)	90,9	91,4	91,3	92,8	94,2
Ingresos totales per capita (\$)	10.924	13.714	19.579	25.011	n.d.
Ratios de Gasto					
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Na
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	65,9	66,0	67,1	68,7	70,1
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	24,7	24,8	23,6	22,4	21,7
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	16,6	15,9	15,7	11,3	7,9
Gasto total per capita (\$)	11.426	14.684	21.217	29.049	n.d.
Financiamiento de Gasto de Capital					
Balance corriente/Gasto de capital (%)	59,1	40,5	47,9	43,6	1,67
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	52,6	50,6	50,9	55,3	59,5
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	8,4	24,0	-3,4	4,6	16,9

p – datos provisorios

n.a. no aplica / n.d. no disponible

^a incluye intereses cobrados

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Entre Ríos.

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Títulos de Deuda Pública ER (TDP ER)

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (31/03/2017)	Tasa	Amortización
TDP ER 2015 Serie I	AR\$ 300.000.000	28/05/2015	28/05/2017	AR\$ 60.000.000	Fija 28,5% n.a.(primeros 3 trimestres) / BADLAR + 4,85% (resto trimestres)/ Pagos Trimestrales	Trimestral a partir del mes 12
TDP ER 2015 Serie II Clase B	AR\$ 30.000.000	20/07/2015	20/07/2017	AR\$ 12.000.000	Fija 28,1% n.a.(primeros 3 trimestres) / BADLAR + 4,8% (resto trimestres)/ Pagos Trimestrales	Trimestral a partir del mes 12
TDP ER 2015 Serie III	AR\$ 300.040.000	30/12/2015	30/06/2017	AR\$ 100.033.336	Badlar + 6% / Pagos Trimestrales	Trimestral a partir del mes 12
TD ER 2016 Serie Clase I	AR\$ 525.950.000	21/12/2016	21/12/2017	AR \$ 525.950.000	Badlar Privada+ un margen de corte de 5% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento
TD ER 2016 Serie Clase III	USD 4.669.950	21/12/2016	21/12/2018	USD 4.669.950	Fija 6,58% n.a./ Pagos Trimestrales	Al vencimiento

* los instrumentos de deuda fueron integrados en pesos al tipo de cambio estipulado en el suplemento de colocación y los servicios de deuda también serán pagaderos en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago.

Garantía: recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos.

Eventos de Incumplimiento: falta de pago de los servicios de deuda, cambios adversos en la normativa provincial, incumplimiento en general de la deuda pública provincial y de ciertos covenants (acuerdos o pactos bajo el contrato de emisión), entre otros, que de activarse alguno se podrá declarar el Bono vencido y exigible con la aprobación de, al menos, el 25% de los tenedores.

Legislación: bajo la Ley argentina.

Estructura y niveles de Cobertura

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación se retiene por orden del Deutsche Bank S.A. (Fiduciario), mediante notificación al Banco de la Nación (Agente de Retención), en función del cronograma de pago que puede ser modificado acorde a la evolución de la tasa de interés. La cuenta de cobranza tiene que contar con los siguientes saldos mínimos:

1. Durante el Periodo de Gracia:

- 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo (5to día hábil anterior a cada fecha de pago);

2. Durante el Periodo de Repago de Capital:

- 1,15x el monto de los intereses de los Títulos pagaderos en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo;
- 1,15x el monto de capital de los Títulos pagadero en la próxima fecha de pago deberá ser transferido tan pronto como sea posible en un 50% dentro del período de 30 días corridos a partir de los 60 días corridos antes de la fecha de cálculo y el restante 50% dentro de los 30 días corridos anteriores a cada fecha de cálculo.

Si durante el Período de Repago de Capital, a los 30 días anteriores a cualquier fecha de cálculo, la cuenta de cobranza no tuviera al menos el 50% del monto de capital de los TDP correspondiente a la próxima fecha de pago, el Fiduciario intimará a ER para que deposite dentro de los 5 días hábiles en la cuenta de cobranza las sumas necesarias para alcanzar mínimo requerido.

Seguimiento de los TDP ER vigentes

A la fecha del presente informe de calificación se han abonado los servicios de deuda correspondiente a los TDP vigentes de acuerdo a los términos y condiciones estipulados y de acuerdo a lo informado por el Fiduciario en Garantía se están reteniendo, según lo convenido en los Contratos de Fideicomisos, los fondos provenientes de la coparticipación de impuestos que actúan como garantía y pago de los TDP.

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afilada de Fitch Ratings” – Reg. CNV N°9, reunido el día 24 de abril de 2017 confirmó las calificaciones de la Provincia de Entre Ríos que se detallan a continuación:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Negativa	BBB(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Pública ER 2015 Serie I por VN \$ 300.000.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Pública ER 2015 Serie II Clase B por VN \$ 30.000.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Títulos de Deuda Pública ER 2015 Serie III por VN \$ 300.040.000	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa
Programa Letras del Tesoro (Letras ER 2016) por hasta \$ 1.218.440.600	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica
Títulos de Deuda Pública ER 2016 Serie I Clase 1 en pesos por VN \$600.000.000	A2(arg)	No aplica	A2(arg)	No aplica
Títulos de Deuda Pública ER 2016 Serie I Clase 3 en dólares VN USD 4.669.950	A-(arg)	Negativa	A-(arg)	Negativa

Adicionalmente, FIX asignó la siguiente calificación al Programa de Letras 2017 por hasta un monto de emisión de VN AR\$1.649,91 millones:

Concepto / Título	Calificación	Perspectiva
Programa de Letras 2017 por hasta VN\$ 1.649.917.800	A3(arg)	No aplica

Categoría A(arg): “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

Categoría A3(arg): indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

Categoría A2(arg): indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

Notas: Los signos “+” o “-” son añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

Fuentes de Información: Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado a diciembre de 2016 y asimismo la siguiente información pública disponible en www.entrieros.gov.ar:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda consolidada y flotante para el período 2011-2015 y al cierre provisorio de 2016.
- Presupuesto aprobado del año 2017.
- Detalle de Saldo de Caja y Bancos para cada cierre de ejercicio.

Adicionalmente:

- Pagos a los Títulos de Deuda Pública ER disponibles en www.bolsar.com.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gov.ar). Los informes se encuentran disponibles en www.fixscr.com

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

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

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. 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, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.