

A nighttime photograph of a city street. The street is illuminated by streetlights, and the lights from moving vehicles create long, colorful trails of light across the road. In the background, several tall skyscrapers are visible, some with lights on in their windows. The overall scene is a vibrant urban landscape at night.

# Fondos Comunes de Inversión

Evolución Reciente y Perspectivas 2022

## Evolución Reciente y Perspectivas

### Industria de Fondos Comunes de Inversión

Luego de la fuerte caída patrimonial registrada en 2018, la industria de FCI comenzó a recuperarse levemente hacia fines de 2019 para lograr un fuerte y sostenido crecimiento durante 2020 y 2021. Esto se explica principalmente por la aceleración en el ritmo inflacionario, una política monetaria expansiva y controles de cambio establecidos por el Gobierno, que impulsaron a los inversores institucionales, principales jugadores del mercado, a posicionar sus excedentes de liquidez en instrumentos de corto plazo, priorizando la disponibilidad inmediata de los fondos. De esta manera, la industria experimentó un crecimiento patrimonial en términos reales concentrado fuertemente en los FCI de Mercado de Dinero (MM) y de Renta Fija (con *duration* menor al año o ajustados por CER/UVA). La Calificadora considera que las Administradoras enfrentan el desafío de conservar esta senda de crecimiento ante un marco normativo que en los últimos dos años introdujo diversas novedades regulatorias impulsadas por un contexto macroeconómico desafiante, y una industria moderadamente concentrada y crecientemente competitiva. Desarrollar una industria de FCI que incentive el ahorro a largo plazo y la inversión real, siguen siendo temas pendientes.

#### Informes Relacionados

Sistema Financiero Argentino: Evolución Reciente y Perspectivas 2022, 11 Febrero, 2022.

Entidades Financieras Argentinas: Estadísticas Comparativas, 03 Febrero, 2022.

Global Money Market Fund Flows Dashboard: 4Q21, 11 March, 2022, Fitch Ratings.

#### Analistas



**Matías Helou**  
 +54 11 5235-8128  
[matias.helou@fixscr.com](mailto:matias.helou@fixscr.com)



**Yesica Colman**  
 +54 11 5235-8147  
[yesica.colman@fixscr.com](mailto:yesica.colman@fixscr.com)

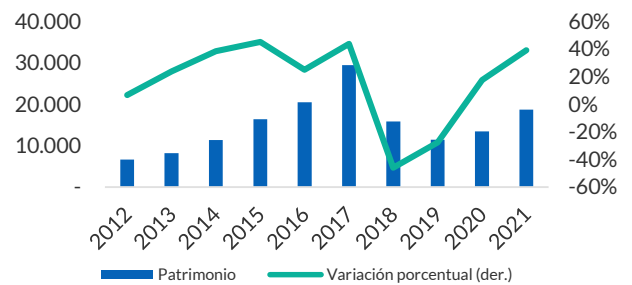


**Darío Logiodice**  
 +54 11 5235-8136  
[dario.logiodice@fixscr.com](mailto:dario.logiodice@fixscr.com)

### Fuerte incremento patrimonial durante 2021 concentrado en inversores mayoristas

A lo largo de 2021 el mercado de Fondos continuó con la tendencia creciente experimentada en 2020, y alcanzó un patrimonio total administrado de \$3.664 mil millones (USD 18.654 millones) entre 638 fondos hacia diciembre de 2021, representando aproximadamente el 2,0% del PBI. Si bien el nivel patrimonial se encuentra por debajo de los USD 29.372 millones a 2017, esta reciente expansión estuvo promovida principalmente por el segmento de Fondos en pesos en línea con el fuerte incremento de los agregados monetarios y baja tasa de interés, en detrimento de los denominados en dólares golpeados por la inestabilidad cambiaria.

**Evolución del patrimonio**  
 (Millones de dólares)



Fuente: FIX en base a CAFCI

Como consecuencia del proceso de aceleración inflacionaria y la incertidumbre que se experimentó en los últimos dos años, el mercado se volcó a instrumentos de renta fija asociados a la evolución del nivel de precios (Fondos CER / UVA), de cash management, con una importante recuperación de los t+1 como alternativa de inversión a los fondos de mercado de dinero, por menor pérdida en términos reales. A su vez, los agentes minoristas ya habían iniciado un proceso de rescate de sus tenencias luego del reperfilamiento de las letras en pesos en 2019 con impacto directo en MM dinámicos y t+1, por lo que el crecimiento patrimonial del sistema fue potenciado particularmente por el segmento mayorista, más volátil, quien representaba el 93,8% del total de activos bajo administración a marzo de 2022 (vs 76,7% a mar'18).

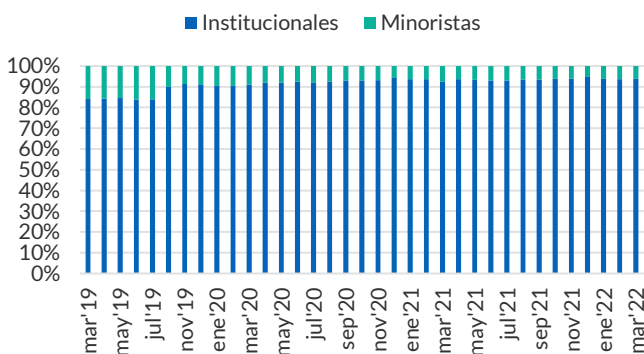
Si bien aún representan una participación marginal dentro del consolidado, se comenzó a observar un incipiente crecimiento de los Fondos Cerrados y el surgimiento de los Fondos ASG (abocados a finanzas sostenibles-ESG), incentivados por el desarrollo de un marco normativo específico y tendencias de mercado, representando en conjunto el 1,5% del total del mercado a dic'21 (explicado principalmente por los FCI Cerrados). Asimismo, los Fondos Money Market concentran el 48,8% del total del

patrimonio y los Fondos de Renta fija el 34,1% (de los cuales un 9,7% corresponden a Fondos CER/UVA, un 10,0% eran Dólar Linked y un 24,8% eran t+1), seguido por los Fondos de Renta Mixta con el 7,3%.

Si bien la alta nominalidad explica en parte la fuerte suba patrimonial experimentada a lo largo del periodo, el crecimiento real de la industria alcanzó el 27,9% en 2021 (vs 65,7% en 2020 y -8,6% en 2019).

El nivel patrimonial de los FCI Abiertos a fines de 2021 aumentó un 93,1% nominal en moneda local y un 38,9% en moneda extranjera (dólar Bolsa) respecto al año previo (en línea con lo exhibido en 2020, con crecimientos nominales anuales de 125,5% y 17,5% respectivamente). El crecimiento de la industria en moneda local responde en parte a las restricciones en el acceso al mercado cambiario, lo que impactó negativamente sobre la evolución de los fondos denominados en moneda extranjera y bimonetarios.

**Evolución participación institucionales vs. minoristas**



Fuente: FIX en base a CAFCI

**Migración hacia Fondos Money Market y de corto plazo**

Si bien hubo una evolución patrimonial favorable dentro de la industria, no fue uniforme para las distintas estrategias de inversión. Los principales ganadores, ante un escenario de incertidumbre y volatilidad, fueron los Fondos de Renta Fija (principalmente los de rescate en 24 hs., que volvieron a ganar terreno luego del impacto del reperfilamiento, y los que brindan cobertura) y los Fondos de Mercado de Dinero, quienes registraron un crecimiento interanual del 98,7% y 97,5% respectivamente. Seguidos por los Fondos de Retorno Total (66,3% i.a.), de Renta Mixta (61,7% i.a.), Infraestructura (61,2% i.a.), Pymes (56,9% i.a.) y de Renta Variable (45,9% i.a.), quienes perdieron participación de mercado como consecuencia de la migración de sus flujos a los Mercados de Dinero y Fondos de Renta Fija de corto plazo.

Asimismo, dentro de los Fondos de Renta Fija, los que más crecieron fueron los fondos CER/UVA que representaban el 13,0% del patrimonio de este tipo de fondos a abr'22) y los fondos t+1 con

el 29,0%. Por otro lado, los fondos Dólar Linked cayeron en su participación dentro de los Fondos de Renta Fija, representando el 7,6% de este tipo de fondos a abr'22 (vs 13,2% a dic'20).

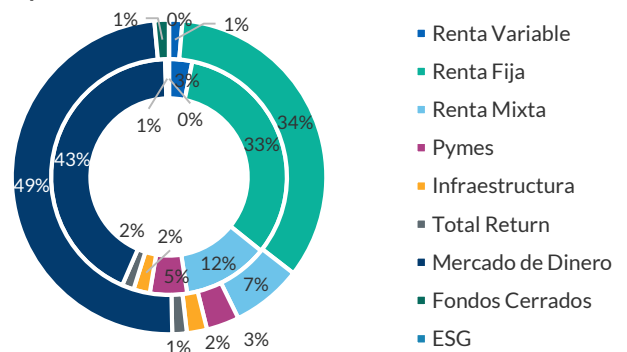
Dentro del universo de FCI Money Markets, aquellos llamados "Dinámicos" fueron disminuyendo progresivamente su participación desde el adverso evento del reperfilamiento transformándose en su mayoría en "Clásicos o Puros", representando a abr'22 el 18,9% del patrimonio del segmento cash management y el 8,0% del patrimonio de la industria (vs 45,7% y 12,8% a abr'19 respectivamente).

Con respecto a los Fondos Pymes e Infraestructura, los mismos presentaron cash flows positivos a lo largo de 2021, lo que les permitió crecer a nivel patrimonial en moneda homogénea por un 4% y 6% respectivamente, manteniéndose estables.

En términos de participación de mercado, la evolución de los FCI se ajustó a las necesidades de los inversores institucionales, principalmente Tesorerías y Compañías de Seguros, en un mercado altamente líquido y carente de alternativas de inversión: concentración en FCI que demostraron menores rendimientos aunque con volatilidad acotada en el valor de las cuotas partes. Los principales inversores a abr'22 fueron los Corporativos (34,0%), las Pymes (19,6%), las Compañías de Seguros (12,4%), e inversores a través de ACDIs (9,5%), siendo todos inversores institucionales.

Por su parte, los Fondos Cerrados reflejaron un crecimiento interanual respondiendo a que la mayoría están denominados en dólares y aumentaron su patrimonio al ritmo de la devaluación. Sin embargo, solo representaban el 1,5% del total del patrimonio administrado a dic'21.

**Participación de mercado 2019 vs. 2021**



**Rendimiento reales positivos en los Fondos vinculados a la inflación**

El consolidado de fondos de Renta Fija en Pesos finalizaron el 2021 con un rendimiento anual que osciló entre 35% y 45%, por debajo del nivel de inflación registrado durante el periodo debido a la desaceleración de tasas y precios de activos que aún no se recuperan considerando la alta exposición de títulos soberanos en las carteras, que se encuentran presionados ante las necesidades de liquidez del Tesoro Nacional y por el contexto internacional que

perjudica a los mercados emergentes como Argentina (ver tabla de Rendimiento). Los fondos cuya estrategia consiste en obtener una rentabilidad que supere a la inflación ganaron popularidad en el último año de la mano del acelerado incremento en el nivel general de precios y el menor ritmo del *crawling peg*, presentando un rendimiento anual del 53,1% para la mediana de estos Fondos del segmento.

Los Money Market registraron también rendimientos reales negativos a pesar de su alta demanda. Sin embargo, como consecuencia de la suba de tasas a partir de 2022 para controlar el nivel de precios, este tipo de Fondos viene captando las correcciones mejorando sus rendimientos aunque continúan por debajo del ritmo inflacionario. De todos modos, el objetivo de estos fondos no se enfoca en obtener altas tasas de rentabilidad, sino que se focalizan en el manejo diario de liquidez para perder lo menos posible frente a la inflación, siendo una alternativa atractiva contra los depósitos bancarios en cajas de ahorro, que no generan rendimientos.

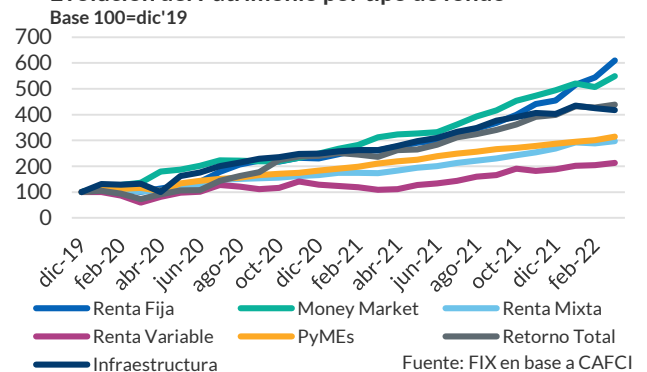
#### Rendimiento 2021 (en pesos)

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| Money Market                      | 35,5% |
| Renta Fija ARS Corto Plazo        | 41,5% |
| Renta Fija ARS Mediano Plazo      | 48,0% |
| Renta Fija ARS Largo Plazo        | 44,6% |
| Renta Fija CER/UVA                | 53,1% |
| Renta Fija USD Corto Plazo        | 0,4%  |
| Renta Fija Dólar Linked           | 26,2% |
| Renta Fija USD Dur > 1 año        | 1,9%  |
| Fondos Infraestructura            | 43,6% |
| Fondos Provinciales               | 40,7% |
| Fondos Pyme                       | 34,4% |
| Renta Mixta                       | 49,4% |
| Renta Variable Merval y Merval 25 | 34,6% |

Fuente: FIX en base a CNV y CAFCI. Mediana de fondos operativos.

Por el contrario, los Fondos denominados en dólares registraron rendimientos en pesos por debajo de la inflación debido a la apreciación real del tipo de cambio. Los Fondos Dólar Linked recuperaron algo de retorno durante el segundo semestre debido a la incertidumbre que generó el proceso eleccionario aunque su rendimiento anual fue tan solo del 26,2% (levemente por encima del ritmo de la devaluación). A su vez, el rendimiento medido en dólares oficiales para este tipo de fondos, alcanzó el 3,4% anual, muy por debajo de la evolución del tipo de cambio oficial, que se incrementó en un 22,1% en el mismo periodo.

#### Evolución del Patrimonio por tipo de fondo

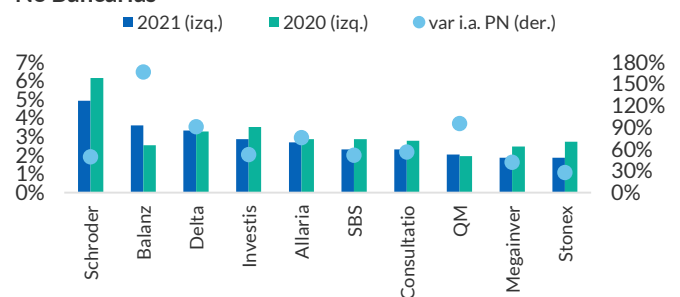


Cabe aclarar que continúa siendo dispar la valuación entre las Administradoras sobre los activos que no cuentan con cotización de mercado aunque la Cámara se encuentra avanzando en dicho aspecto para homogeneizar criterios. La Calificadora considera que la industria enfrenta un desafío regulatorio en este sentido y que, con el nuevo plan de cuentas a ser aplicado por las Gestoras a partir de 2023, se pueda limitar la discrecionalidad al valorar este tipo de activos.

#### Mayor participación de Administradoras bancarias

El mercado de Fondos se encuentra compuesto por 54 Administradoras a abr'22 en comparación a las 53 que componían el mercado en 2018. A su vez, la industria está concentrada principalmente en las primeras 5 Gestoras, que representan el 38,2% del patrimonio total administrado a dic'21 (36,9% a dic'20), y están vinculadas a entidades bancarias. Hacia abr'22 la tendencia se mantiene, observándose mayor concentración y una creciente preponderancia de las no bancarias dentro del top 10, debido al crecimiento orgánico de algunas Gestoras y la fusión entre QM Asset Management con Megainver (dos jugadores importantes dentro del mercado).

#### Evolución Market Share - Top 10 Administradoras No Bancarias



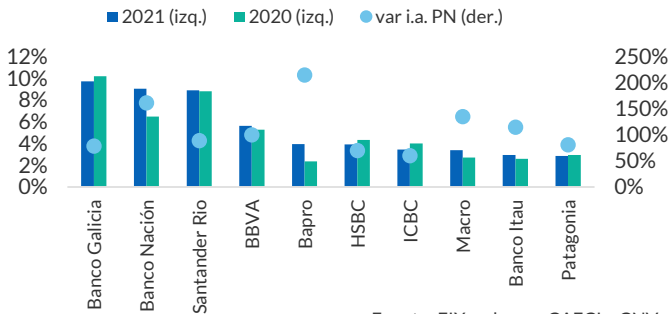
Fuente: FIX en base a CAFCI y CNV

A su vez, se presentó un leve cambio en la composición entre Administradoras bancarias e independientes (65,7% bancarias y 34,3% independientes a abr'22 frente a 61,7% y 38,4% respectivamente a abr'20), siendo que las Administradoras

bancarias comenzaron a obtener mayor participación del mercado como consecuencia de los avances tecnológicos acelerados durante la pandemia que mejoraron la autogestión de los clientes, disminuyeron costos y facilitó la comercialización de los fondos.

Si bien, las principales Administradoras reflejaron flujos netos positivos en el periodo, entre las principales 10 bancarias a fines de 2021, 4 vieron reducido su market share respecto al año previo aunque en niveles marginales. En cuanto a las principales 10 independientes, en líneas generales todas lograron robustecer sus patrimonios al ritmo de la inflación, pero 7 vieron reducido su market share con respecto a dic'20, como consecuencia de una mayor concentración en las Gestoras ligadas a entidades bancarias.

### Evolución Market Share - Top 10 Administradoras Bancarias

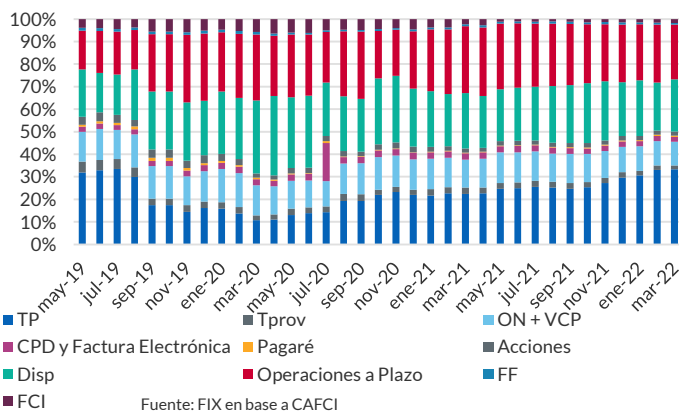


Fuente: FIX en base a CAFCI y CNV

### Evolución por instrumento de las carteras

En primer lugar, como consecuencia del avance de la inflación en pesos, los activos indexados al nivel de precios tuvieron una creciente demanda por parte del mercado. La mayor oferta de este tipo de instrumentos estuvieron asociados a la emisión de deuda soberana ajustada por CER/ UVA impulsando la participación de los activos soberanos en las carteras de inversiones de los fondos de renta fija, alcanzando a mar'22 una participación del 33,3% sobre el total del patrimonio administrado (21,9% a dic'20).

### Evolución de la cartera de los FCI Abiertos



Por otro lado, las disponibilidades y operaciones a plazo fueron el segundo grupo de activo con mayor participación dentro del total del patrimonio administrado, concentrando un 23,1% y 24,2% a mar'22 respectivamente (32,4% y 29,2% a mar'20). La disminución de este tipo de activos se explica por el crecimiento de la demanda por instrumentos ajustados por CER/UVA, sumado a la preferencia por los fondos de rescate en 24 horas, que brindan un spread mayor a los de Mercado de Dinero, principales inversores de este tipo de activos.

Cabe resaltar que los Fondos, como clase de activo, reflejaron flujos netos negativos en términos interanuales como consecuencia de la RG 887/21 emitida por la CNV, que limitó a la industria a posicionarse en un máximo del 5% de sus patrimonios en cuotapartes de Mercados de Dinero, lo que produjo que se reduzca la tenencia de los Fondos como activos al 1,7% a mar'22 (4,6% a dic'20).

### Principales novedades regulatorias

- Regulación a Fondos Money Market (RG 887/21): La CNV dispuso un régimen especial para los FCI de Mercado de Dinero, y a un 5% del patrimonio a las inversiones en cuotapartes de otros Fondos. Esta normativa tuvo como consecuencia una readequación de las carteras con impacto directo en los fondos cuya estrategia incorporaba la inversión en otros fondos de mercado de dinero, viéndose forzados a cambiar sus lineamientos. El objetivo principal de la medida estuvo orientado a sumar recursos ante las mayores necesidades de financiamiento del Tesoro;
- Regulación a Fondos Infraestructura (RG 897/21): El 75% de los activos en este tipo de fondos debe ser invertido, como mínimo, en "activos elegibles". La CNV clasificó mediante esta normativa a los activos elegibles entre Activos de Destino Específico y Activos Multidestino. Los primeros son aquellos cuyo objeto de financiamiento se encuentre destinado en al menos un 75% a la economía real, mientras que los segundos financian parcialmente a estas actividades. Los Activos Multidestino no podrán superar el 40% del patrimonio del Fondo y las Administradoras contarán con un periodo de un año para readequar las carteras de sus Fondos;
- Se aprobó el Régimen Especial para la constitución de FCI de Títulos del Tesoro (RG 900/21), que establece que como mínimo el 55% del patrimonio de estos Fondos deberá ser invertido en títulos de deuda pública nacional adquiridos en colocación primaria, con vencimientos menores o iguales al año. A su vez, permite a estos Fondos a invertir como máximo un 45% del patrimonio en cuotapartes de otros Fondos, de cumplirse lo mencionado previamente;
- Normativa de valuación de títulos de deuda nacional (RG 908/21): La CNV dispuso ciertos criterios de valuación de instrumentos de deuda pública nacional adquiridos en colocación primaria, con vencimientos menores o iguales a 30 días y con opción de pre cancelación parcial o total e intransferible, con el fin de unificar la valuación de las carteras entre Administradoras. A su vez, estableció que los Mercados

de Dinero podrán invertir en un 30% como máximo en activos valuados por devengamiento, hasta un 15% en los títulos de deuda mencionados previamente.

- Se modificó el Plan y Manual de Cuentas de FCI (RG 931/22) con el fin de unificar la contabilización y valuación de los instrumentos de los Fondos Comunes de Inversión. Esta medida incluye tanto a los Fondos Abiertos como Cerrados y el proyecto fue impulsado por la CNV para tener un mayor control estandarizando las medidas para todas las Administradoras, quienes participaron del proyecto.
- En Abril-2021, la CNV aprobó un régimen especial para la constitución de Vehículos de Inversión Colectiva Sustentables, o Fondos Comunes de Inversión Abiertos ASG (representando los factores no-financieros: ambientales, sociales y de gobernanza), dispuesto en la RG N°885 (ver más en [comentario de FIX](#)). El impulso regulatorio, en conjunto con la tendencia global hacia inversiones ESG (ASG), sostenibles y responsables habilitan nuevas categorías de activos en el mercado local: destacándose los bonos verdes-sociales-sostenibles y los vinculados a la sostenibilidad (ver más en [FIX ESG](#)).

### Perspectivas

Dado el contexto de incertidumbre, con acelerado ritmo de inflación, suba de tasas por parte del BCRA y crecientes expectativas de devaluación, FIX estima que será otro año en donde el patrimonio de los FCI continúe su crecimiento. En este sentido, la concentración en productos de bajo valor agregado, ausencia del ahorro a largo plazo e inversión real permanecerán como desafíos al desarrollo de la industria. En consecuencia, se espera que siga concentrándose en los Fondos de Renta Fija, mayormente vinculados a algún tipo de “cobertura” al capital, y Fondos Money Market.

A su vez, se destaca que con la menor liquidación de divisas por parte del sector agroexportador, demanda de dólares que se prevé continúe presente, la imposibilidad del gobierno de bajar los niveles de inflación y las metas establecidas por el FMI para mantener el tipo de cambio real, la demanda por los Fondos con objetivos de cobertura sobre el tipo de cambio podría verse incrementada hacia el segundo semestre, mientras que los Fondos con suscripciones en dólares continuarán siendo afectados por las dificultades para acceder al mercado de cambios y la brecha cambiaría existente.

Por otra parte, si bien surgieron nuevas alternativas como los Fondos ESG, de Títulos del Tesoro y el crecimiento de los Fondos Cerrados, sus participaciones dentro del patrimonio administrado aún son marginales y no se espera un salto cuantitativo hacia estos segmentos.

En cuanto a los FCI de Renta Variable, se estima que su rendimiento sufra el impacto no solo por el contexto local, sino también por el global, contemplando la inestabilidad del mercado financiero en distintas partes del mundo. Se prevé que los FCI de Renta Mixta continúen siendo una alternativa para los inversores

con mayor propensión al riesgo, sin embargo las condiciones de mercado acotan las estrategias de gestión activa de los portafolios.

Asimismo, FIX estima que el crecimiento de la industria siga siendo impulsado por los inversores mayoristas, en línea con lo ocurrido en los últimos años. A su vez, se espera que las Administradoras continúen impulsando avances tecnológicos que les permitan mejorar en términos de eficiencia y lograr una mayor captación de clientes dentro de una industria altamente competitiva y concentrada.

## Administradoras

|  |                                    |
|--|------------------------------------|
| Allaria Ledesma Fondos Administrados S.G.F.C.I.S.A.                      | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Argenfund S.A.   | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Axis S.G.F.C.I.S.A.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| BACS Administradora de Activos S.A.S.G.F.C.I.                            | <a href="#">acceder a informes</a> |
| BALANZ Sociedad Gerente de F.C.I. S.A.U.                                 | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Bancor Fondos Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión S.A.U.     | <a href="#">acceder a informes</a> |
| BNP Paribas Asset Management Argentina S.A.S.G.F.C.I.                    | <a href="#">acceder a informes</a> |
| CMF Asset Management S.A.U.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Cohen Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión                    | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Consultatio Asset Management G.F.C.I.S.A.                                | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Deal S.A.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Delta Asset Management S.A.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| FIRST Capital Markets S.A.   | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Galicia Adm. de Fondos S.A.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Grupo SS S.A.S.G.F.C.I.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| ICBC Investments Argentina S.A.S.G.F.C.I.                                | <a href="#">acceder a informes</a> |
| IEB S.A.   | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Industrial Asset Management (IAM)  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Investis Asset Management S.A.S.G.F.C.I.                                 | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Itaú Asset Management SGFCI  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Macro Fondos S.G.F.C.I.S.A.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Mariva Asset Management S.A.U.S.G.F.C.I.                                 | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Megainver S.A.S.G.F.C.I.   | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Nuevo Chaco Fondos S.A.S.G.F.C.I.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Patagonia Inversora S.A. Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Pellegrini S.A.S.G.F.C.I.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| QM Asset Management S.G.F.C.I. S.A.                                      | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Quiron Asset Management S.A.   | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Santander Río Asset Management G.F.C.I.S.A.                              | <a href="#">acceder a informes</a> |
| SBS Asset Management SASGFCI   | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Southern Trust S.G.F.C.I.S.A.  | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Stonex Asset Management S.A.   | <a href="#">acceder a informes</a> |
| Zofingen Investment S.A.   | <a href="#">acceder a informes</a> |

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.