

Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A.

Parval

Informe de Calificación

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
08/04/2016 2:02 PM s.martinez



46263

Calificaciones

Nacionales de Emisor

Largo Plazo BBB(dom)
Corto Plazo F3(dom)

Perspectiva

Largo Plazo Estable

Nacionales de Emisión

Bonos Ordinarios BBB(dom)

Características de Emisiones de Deuda

Tipo de Instrumento Bonos Corporativos
Monto DOP500 millones
Año 2013
Vencimiento 2016
Número de Registro SIVEM-072

Tipo de Instrumento Bonos Corporativos
Monto DOP500 millones
Año 2014
Vencimiento 2019
Número de Registro SIVEM-080

Tipo de Instrumento Bonos Corporativos
Monto DOP900 millones
Año 2015
Vencimiento 2020
Número de Registro SIVEM-090

Resumen Financiero

Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A.

(DOP millones)	31 dic 2015	31 dic 2014
Activos Totales	4,253.1	2,846.2
Patrimonio Total	1,356.2	1,411.0
Utilidad Neta	223.0	283.6
ROAA (%)	6.3	11.4
ROAE (%)	16.3	22.4
Patrimonio/Activos	31.9	49.6

Fuente: Parval.

Informe Relacionado

Perspectivas 2016: Centroamérica y Dominicana (Diciembre 10, 2015).

Analistas

Sergio Iván Peña
+57 (1) 484 6770 ext. 1160
sergio.pena@fitchratings.com

Larisa Arteaga
+809 563 2481
larisa.artega@fitchratings.com

Factores Clave de las Calificaciones

Capitalización Robusta: La capitalización, medida como patrimonio sobre activo, de Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A. (Parval) sigue siendo buena, pero tanto su base patrimonial como la combinación de deuda y capital registrada se han debilitado en los últimos años. Se sustenta en la rentabilidad amplia y el compromiso del accionista de no repartir dividendos. Fitch Ratings estima que la entidad preservaría adecuados sus indicadores de capital en un ambiente más competitivo.

Apalancamiento Mayor: A partir de 2010, Parval aumentó su apalancamiento con emisiones de bonos y productos estructurados. En 2015, la cobertura de la deuda se debilitó considerablemente y llevó al indicador de deuda a EBITDA a 4.2 veces (x). Además, la relación EBITDA entre gastos financieros se redujo a 2.3x, lo cual seguirá presionando las utilidades en el horizonte previsible.

Rentabilidad Alta Presionada: Parval se ha caracterizado por presentar una rentabilidad alta en comparación con la de sus competidores del mercado, gracias a los volúmenes altos negociados, posición competitiva buena y estructura operativa eficiente. Sin embargo, aunque mantiene ingresos operacionales amplios, la rentabilidad sobre activos promedio (ROAA) conservará su tendencia a la baja por el aumento de competencia en el mercado, el número limitado de emisiones y la presión de los gastos financieros.

Estructura Negocios Mejorada: En los últimos 5 años, Parval ha ampliado la estructura del negocio a nivel de personal, infraestructura, productos nuevos, riesgos y controles. Aunque estos cambios han afectado la eficiencia operativa de la entidad, Fitch espera que en el mediano plazo puedan generarle una posición más sólida y diversificada que redunde en beneficios mayores y le permita mantener su rentabilidad amplia.

Ingresos Concentrados: Fundamentalmente, los ingresos operativos se generan por las ganancias en la intermediación de títulos valores y por los ingresos financieros provenientes de la posición en cartera de inversión. La estrategia del puesto de bolsa es aumentar la diversificación de las líneas de negocios. Sin embargo, Fitch considera que la estructura actual se mantendrá en el mediano plazo.

Emisión de Bonos Corporativos: La estructuración de pasivos con vencimientos a largo plazo, como son los bonos ordinarios, favorece la gestión de la brecha estructural entre activos productivos y pasivos. También reduce presiones de liquidez en el corto plazo. Los bonos ordinarios no tienen subordinación ni garantía específica, por lo que su calificación está alineada con la de la entidad.

Sensibilidad de las Calificaciones

Sostenibilidad del Buen Desempeño: La calificación se modificaría al alza si la entidad lograra disminuir la volatilidad en la rentabilidad, controlando los gastos y rentabilizando las inversiones en infraestructura realizadas.

Erosión de la Capitalización: Un apalancamiento fuerte que sea consistentemente mayor a 6x (deuda sobre EBITDA) y un retroceso sostenido en la rentabilidad que modificase significativamente el perfil financiero y la solvencia de la entidad, afectarían las calificaciones.

Entorno Operacional

La perspectiva de la calificación internacional de largo plazo de 'B+' de República Dominicana, fue revisada a positiva desde estable en diciembre de 2015. Esto fue un reflejo del continuo desempeño económico positivo comparado con el de los pares, la reducción de las vulnerabilidades externas y el progreso en la consolidación fiscal. El país tiene una trayectoria de crecimiento resistente y estabilidad macroeconómica, además de que se beneficia de fuentes diversas de financiamiento externo. Estas fortalezas crediticias están balanceadas con las debilidades estructurales en su política fiscal. Fitch prevé un crecimiento económico robusto de 5.1% en 2016-2017, más alto que el desempeño esperado para soberanos en la categoría B y congruente con el potencial de crecimiento de largo plazo de 4.5% estimado para República Dominicana.

El sistema bancario dominicano es altamente concentrado. Sus tres bancos más grandes representaban 67% del total de activos a diciembre de 2015. El marco de regulación y supervisión financiera de República Dominicana ha mejorado y está evolucionando hacia una supervisión basada en riesgo, pero es menos desarrollado que el de otros mercados regulados de la región. El mercado secundario es limitado en comparación con otros más grandes de la región. La disponibilidad de instrumentos para cubrir riesgos es acotada, lo que expone potencialmente a los bancos dominicanos a niveles mayores de riesgo de liquidez, cambiario y de tasa de interés.

El desempeño financiero de Parval está influenciado altamente por las condiciones económicas en República Dominicana. Es susceptible a cualquier variación en decisiones de política monetaria y del entorno. En el mercado de valores dominicano, se evidencia un predominio de las colocaciones de títulos por el sector público, las cuales han sido expansivas. Los valores emitidos por empresas privadas han perdido participación. La concentración alta en títulos públicos resulta de las opciones de inversión limitadas en República Dominicana y la poca profundidad del mercado de valores.

Perfil de la Empresa

Parval se constituyó como un puesto de bolsa en 1991. Desde sus inicios, se ha enfocado en ofrecer servicios de intermediación de títulos valores. Atiende específicamente al segmento institucional. El mercado objetivo del puesto de bolsa ha estado representado principalmente por clientes profesionales y corporativos para realizar negocios de inversiones, corretaje, asesorías, suscripción y venta de valores. A partir de 2014, con la puesta en funcionamiento de la unidad de negocios, se empezó a implementar el desarrollo de productos. Estos permitirían incorporar a más personas naturales en el portafolio de clientes, ampliar el posicionamiento en el mercado e impulsar los negocios de fondos de inversión y estructuración.

La sociedad Parallax Investments Partner Inc. es el accionista mayoritario de Parval, con una participación accionaria de 97.5%. Dicho accionista es 100% propiedad del Grupo Rizek Inc (Grupo Rizek), reconocido por su dedicación a la exportación de cacao, producción de bienes, comercialización y prestación de servicios. El puesto de bolsa se constituye como la cuarta empresa del grupo, con aproximadamente 19% del total de activos a diciembre de 2015.

Parval ocupa una posición de liderazgo en el mercado de puestos de bolsa con una participación importante tanto en el mercado primario como en el secundario. Igualmente, se posiciona en tercer lugar entre los creadores de mercado y nivel de utilidades, compitiendo contra otros puestos de bolsa y entidades bancarias. Durante 2015, la entidad creó 338 cuentas nuevas de administración e incrementó en 22.4% los encargos de confianza, alcanzando con alrededor de DOP51,137 millones (38x el patrimonio) la segunda posición de mercado.

Metodología Relacionada

Metodología de Calificación Global de Instituciones Financieras No Bancarias (Mayo 29, 2015).

Administración

La gerencia de Parval cuenta con experiencia amplia y conocimiento del mercado de valores. El puesto de bolsa ha avanzado significativamente en consolidar su modelo de negocios, aumentando su personal, así como reforzando las prácticas y herramientas de control interno, gestión, monitoreo y control de riesgos. Asimismo, implementó un esquema de especialización de funciones y un sistema de transacciones y automatización de reportes de la tesorería. Fitch considera que esto es clave para la entidad, considerando el ritmo de crecimiento en el volumen de operaciones y el ofrecimiento previsto de productos financieros más complejos.

La junta directiva de Parval está compuesta por siete miembros, uno de los cuales es independiente. Algunos lineamientos estratégicos se emiten en la junta directiva, aunque el manejo financiero y de negocios del puesto de bolsa es totalmente independiente. Parval tiene manuales de políticas y procedimientos operativos, administrativos y de lavado de activos, así como un código de ética y un reglamento de gobierno corporativo. Cuenta con un comité de cumplimiento y un comité de gestión de activos y pasivos (ALCO, por sus siglas en inglés), en los que participan miembros del consejo de administración. Parval está implementando el comité de riesgos de acuerdo con las directrices de la Superintendencia de Valores; no obstante, la junta directiva se reúne periódicamente con el fin de alinear estrategias de negocio y coordinar operaciones.

La estrategia del puesto de bolsa consiste en lograr una diversificación mayor de las líneas de negocios, aumento de su participación en el segmento minorista, dada la competencia mayor a través de puestos de bolsa nuevos en el mercado, así como el espectro limitado de colocaciones de deuda para el sector corporativo.

La división de negocios nueva espera constituirse como un centro de distribución de clientes y aumentar el posicionamiento en el mercado. En el corto plazo, Parval espera que los negocios de intermediación sigan constituyéndose como los generadores mayores de ingresos, pero la estructuración y la banca de inversión deberán ser en el mediano plazo como los ingresos más representativos de la entidad. Durante 2015, la entidad se mantuvo como una de las más rentables del mercado. Aumentó los encargos de confianza en 22.4% y retuvo su posicionamiento dentro del programa de creadores de mercado.

Apetito de Riesgo

Los principales riesgos a los que se expone Parval son operativos, de crédito y de mercado. Para la gestión de los mismos, la entidad cuenta con una unidad independiente, la cual reporta directamente al consejo de directores. Además, es responsable de identificar, evaluar y medir los riesgos a los que se expone la entidad, así como de establecer límites de aceptación de los riesgos financieros, operativos, tecnológicos y legales.

Las herramientas de riesgo y de información son adecuadas. Una característica del modelo de negocio de la entidad es que se apoya en sistemas tecnológicos robustos y aplicaciones que permiten estabilidad, reducción de riesgos, mayor seguridad y continuidad del negocio.

El consejo de directores es la instancia encargada de definir y aprobar las directrices de inversión. También autoriza el acceso a financiamiento y líneas de crédito. Desde inicios de 2011 y con el objetivo de afinar el control de lavado de activos y monitoreo de operaciones, Parval contrató a un oficial de cumplimiento. Además, se reserva el derecho de excluir de su portafolio a algún cliente cuando no exista una claridad completa en cuanto al origen de los fondos.

Durante 2015, la unidad se encargó de dar seguimiento, identificación y control a las matrices de administración de riesgos por área de negocios y participó en los comités ALCO, de operaciones y de cumplimiento. También, continuó desarrollando los procedimientos y metodologías para la

medición de riesgos para el área de negocios y tesorería. Entre estos, destacan los manuales de riesgos, el comité de riesgos a implementarse en 2016, cupos de contraparte y límites de negociación, así como la delimitación de roles y competencias para las áreas de *front*, *middle* y *back office*.

Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado resulta de las variaciones del portafolio de inversiones ante cambios en las tasas de interés y tipo de cambio. Al respecto, Fitch destaca que Parval tiene todo su portafolio invertido en instrumentos de renta fija, concentrado en el gobierno dominicano y el banco central. Por lo tanto, presenta una exposición baja al riesgo de tasa de interés y le permite mayor liquidez ante las opciones limitadas de inversión en el mercado local.

Para monitorear la exposición, Parval realiza valoración diaria del portafolio y análisis de sensibilidad DVO1, duración y convexidad, que muestran exposiciones bajas de 3.5% del valor del portafolio a diciembre de 2015. Asimismo, se tienen establecidos límites de liquidez y contraparte. Aún no se dispone de un proveedor externo de precios, ocasiona que sean las áreas de riesgos las encargadas de monitorear o realizar la valoración. El riesgo cambiario se mantuvo en alrededor de 14.7% del patrimonio (2014: 14%), conservando una posición larga en moneda extranjera. Esta última se explica principalmente por la colocación en 2014 de bonos corporativos por parte de una empresa dominicana por USD2 millones.

A diciembre de 2015, los activos presentaron un crecimiento de 49.4%, apalancado en la emisión de deuda en el mercado local y sustentado principalmente en un portafolio de inversiones mayor en el Gobierno dominicano. Esto se debió a las opciones limitadas de inversión en República Dominicana y la poca profundidad del mercado de valores.

Perfil Financiero

Calidad del Activo

El riesgo de crédito proviene principalmente del portafolio de inversiones, el cual representó 92% del total de activos a diciembre de 2015, equivalente a 2.9x el patrimonio. A la misma fecha, el portafolio de inversiones estaba compuesto por bonos del Gobierno de República Dominicana (64.9%), instrumentos del banco central (23.8%), así como por bonos de empresas y certificados de depósitos (11.2%), todos estos contabilizados a precios de mercado desde 2012.

La concentración alta en títulos públicos resulta de las opciones limitadas de inversión en República Dominicana y la poca profundidad del mercado de valores. El regulador ha establecido límites de concentración por instrumento, a los cuales Parval ha dado cumplimiento. También las posiciones propias se consideran en la calificación de riesgo del emisor y el retorno.

Ganancias y Rentabilidad

Parval se caracteriza por presentar una rentabilidad alta, en comparación con la de sus competidores del mercado. Tiene una participación de 18% de las utilidades y ocupa la tercera posición en el mercado, resultado similar al registrado en 2014. Destaca que las tres primeras entidades comprimen 57% de las utilidades de los puestos de bolsa. El sector presentó una reducción de 32% de las utilidades debido a una competencia mayor y a un número limitado de emisores. Asimismo, mostró el aumento en el costo de fondos, producto de los niveles bajos de liquidez durante el segundo semestre de 2015, el cual presionó a la baja la rentabilidad.

La estrategia de Parval de aumentar sus niveles de apalancamiento ha presionado la generación de resultados por los gastos financieros mayores y los ingresos registrados de la operación menores, en comparación con años anteriores. A pesar de esto, resultados positivos en la venta de títulos y valoración, junto con la estructura aún baja de gastos diferentes a intereses, han permitido

Evolución de los Ingresos



Fuente: Superintendencia de Valores.

Ingresos frente a Eficiencia



Fuente: Parval.

que la entidad mantenga una rentabilidad elevada del activo (6.3%) y del patrimonio (16.3%), porcentajes menores al promedio de los últimos 4 años (ROAA promedio: 23.3%, ROAE promedio: 48.9%). No obstante, el ROAA supera el promedio de sus pares de mercado (Diciembre 2015: ROAA 4.4%).

A diciembre de 2015, los gastos de administración se contrajeron en 3.6% en comparación con los incrementos en años anteriores (2014: 33%), producto de contrataciones, cambios organizacionales e inversiones en tecnología. No obstante, la relación de eficiencia (gastos operativos sobre ingresos totales) aumentó a 29.2%, en comparación con 24.6% a finales de 2014 debido a la reducción de los ingresos. Fitch prevé que los gastos de administración deberán estabilizarse y continuar siendo absorbidos por el crecimiento de los ingresos. Esto también le permitirá a Parval depender cada vez menos de las facilidades operativas que su accionista principal le proporcionaba anteriormente.

Parval continuará con la consolidación de su modelo de negocio, al preservar la estabilidad en la estructura de sus ingresos operacionales y participar en emisiones del sector privado con posición propia y comisiones. Para 2016, Fitch prevé un dinamismo mayor en las operaciones de la entidad, apoyado en la fuerza comercial nueva. Estima que los niveles de rentabilidad, aunque altos, se ajustarán a la baja por el nivel de deuda y la baja dinámica de un mercado más competido.

Dadas las limitantes en profundidad del mercado dominicano Fitch no espera una masa recurrente de ingresos por comisiones para impulsar la rentabilidad. Por su parte, ante incrementos nuevos en las tasas de interés en los Estados Unidos, Fitch esperaría una volatilidad mayor, en valoración de los instrumentos que modificarían las estrategias de inversión a posiciones de más corto plazo y que realizarían inversiones de largo plazo.

Apalancamiento y Servicio de Deuda



Fuente: Parval.

Capitalización y Apalancamiento

La capitalización de Parval es robusta y ha estado sustentada por la rentabilidad alta y el compromiso de los accionistas para mantener su solvencia, lo que se refleja en la reinversión histórica de todos los resultados. En diciembre de 2015, el indicador de capitalización, como patrimonio sobre activos, se redujo a 31.9% por el fuerte crecimiento del activo (diciembre 2014: 49.6%), favorable frente a lo registrado por sus pares de mercado.

La estrategia de la entidad para los próximos años es aumentar su apalancamiento a través de emisiones de deuda en el mercado local y financiamiento con bancos. Fitch espera que un nivel mayor de apalancamiento sea compensado con la capacidad alta de la entidad de generar capital interno.

Fondeo y Liquidez

Históricamente, Parval ha financiado una proporción alta de sus operaciones con su patrimonio. Sin embargo, desde 2010, ha recibido aprobación para emitir varios programas de bonos ordinarios a plazos de entre 1 y 5 años, de los cuales, DOP1,300 millones están vigentes. Estos recursos se han constituido como una fuente importante de financiamiento para la entidad. A la vez, le han proporcionado flexibilidad financiera y una estabilidad mayor a los fondos, además de que le han permitido aprovechar oportunidades de negocio.

La cobertura de la deuda se ha debilitado considerablemente, dado el nivel mayor de deuda y volumen superior de ingresos, llevando al indicador de deuda sobre EBITDA a 4.2x en diciembre de 2015 de 2.1x en diciembre de 2014. Por su parte, Parval ha mantenido un EBITDA amplio para atender el servicio de deuda con un indicador de EBITDA sobre intereses de 2.3x. Ambos resultados son inferiores a los registrados en 2014 por el mayor volumen de gastos y una ganancia menor en venta de títulos.

La mayoría de inversiones en las que Parval ha adoptado una posición propia corresponde a valores de liquidez alta en el mercado local, tales como deuda del Gobierno y Banco Central. La entidad tiene líneas de crédito de disponibilidad inmediata por un monto aproximado de DOP2,000 millones, contratadas con algunas instituciones financieras del sistema, las cuales se habían utilizado en 22% a diciembre de 2015.

Parallax Valores Puesto de Bolsa, S.A.

Estado de Resultados

	12 meses Diciembre 2015	12 meses Diciembre 2014	12 meses Diciembre 2013	12 meses Diciembre 2012	12 meses Diciembre 2011	12 meses Diciembre 2010
(DOP miles)						
Principales Indicadores Financieros						
Liquidez (Disponibles + Inversiones)/Pasivo Financiero (veces)	1.42	2.07	2.19	2.00	1.93	1.50
Rentabilidad						
Gastos Operativos/Ingresos Totales (%)	29.2	24.8	18.6	45.5	22.2	18.8
Resultado Neto/Ingresos Totales (%)	59.3	61.1	69.0	331.3	47.0	61.4
Margen Financiero Neto/Activo Promedio** (%)	3.16	6.03	5.64	6.73	6.27	4.82
ROAA ^a (%)	6.3	11.4	16.9	51.7	13.3	23.0
ROAE ^a (%)	16.3	22.4	33.1	108.0	32.1	68.7
Apalancamiento						
Patrimonio/Activo (%)	31.9	49.6	52.8	48.8	46.6	31.9
Pasivos Totales/Activos Totales (veces)	0.66	0.50	0.47	0.51	0.53	0.68
Pasivos Totales/Total Patrimonio (veces)	2.17	1.02	0.89	1.05	1.14	2.14
Servicio de Deuda						
Deuda/EBITDA (%)	4.2	2.1	1.7	1.6	2.0	2.9
EBITDA/Gastos Financieros	2.3	4.8	5.8	8.1	3.8	9.8
Resultados						
Ingresos Financieros Totales	246,315	249,125	195,687	120,968	80,509	35,905
Egresos Financieros Totales	134,626	98,902	89,756	56,278	38,574	14,019
Margen Financiero Bruto	111,687	150,223	105,931	64,690	41,936	21,886
Gastos por Provisiones	0	0	0	0	0	0
Margen Financiero Neto	111,687	150,223	105,931	64,690	41,936	21,886
Honorarios y Comisiones	9,361	14,070	18,581	29,146	26,088	37,944
Ganancia Cambiaria	3,328	3,789	363	1,589	607	398
Ganancia en Venta de Títulos	165,549	325,192	393,404	374,453	81,336	96,006
Ganancia Ajuste a Valor de Mercado	87,547	(27,172)	(59,301)	136,771	0	0
Otros Ingresos	(1,207)	(1,715)	1,531	(1,701)	0	(523)
Resultado en Operación Financiera	376,265	464,387	460,509	604,948	149,967	155,711
Gastos Operativos	109,855	114,016	85,446	68,177	40,888	31,946
Margen Operativo Neto	266,410	350,371	375,062	536,771	109,079	123,765
Ingresos y Gastos Extraordinarios	(1,042)	(2,337)	(4,617)	(841)	86	(23)
Resultado Antes de Impuestos	265,368	348,034	370,445	535,930	109,165	123,742
Impuesto sobre la Renta	42,344	64,375	52,474	39,013	20,438	19,582
Resultado Neto	223,024	283,659	317,972	496,917	88,726	104,161
Balance						
Caja y Bancos	17,241	20,508	22,189	22,719	8,363	35,614
Valores Negociables	3,922,775	2,647,634	1,950,243	1,478,968	572,069	563,902
Activos Financieros Directos	-	-	0	0	0	0
Otros Activos	313,156	178,115	162,828	120,019	51,017	45,882
Total Activo	4,253,172	2,846,257	2,135,260	1,621,706	631,450	645,398
Pasivos Financieros Directos	2,769,555	1,292,933	900,000	750,000	300,000	400,000
Bancos y Títulos	2,723,235	1,289,458	900,000	750,000	300,000	400,000
Pasivos indexados a títulos	46,320	3,475	0	0	0	0
Otros Pasivos	127,397	142,351	107,946	80,228	36,888	39,563
Total Pasivo	2,896,952	1,435,284	1,007,946	830,228	336,888	439,564
Capital Social	825,000	825,000	536,786	236,909	166,668	83,334
Total Patrimonio	1,356,220	1,410,973	1,127,314	791,478	294,561	205,834

^a Resultados anualizados.

Fuente: Parval y Fitch.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, 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. FITCH 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 LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch 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 Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch 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. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch 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 Fitch 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 Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch 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 USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.