

INFORME DE CALIFICACIÓN*

Sesión de Comité:
14 de abril de 2020

Actualización

CALIFICACIÓN

Arrow Capital, Corp

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB.pa

(* La nomenclatura ".pa" refleja riesgos solo comparables en Panamá. Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones e instrumentos evaluados, ver Anexo I.

Ana Lorena Carrizo
VP Senior Analyst / Manager
ana.carrizo@moodys.com

Roco Peña
Associate
roco.pena@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

Arrow Capital, Corp

Resumen¹

Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (en adelante, Moody's Local PA) baja a BBB.pa, desde BBB+.pa, la categoría de riesgo asignada a las Series A, B, D, E, F, G, H e I de Bonos Corporativos de Arrow Capital, Corp. (en adelante, Arrow Capital o el Emisor), las mismas que se encuentran contempladas dentro del Programa Rotativo de hasta US\$500.0 millones.

La baja en las calificaciones obedece a la menor generación esperada en el 2020 en Tova, S.A., quien es el originador de los flujos cedidos a los Fideicomisos para el pago del Servicio de Deuda de Arrow Capital, toda vez que las tres cadenas de tiendas que maneja (Steven's, Madison Store y El Campeón) se encuentran a la fecha cerradas producto del Estado de Emergencia Nacional y la Cuarentena Total decretada por el Gobierno panameño a fin de contener la rápida propagación de la pandemia del Coronavirus (COVID-19) en el país, lo cual afectará el crecimiento estimado para la economía en el 2020, así como el desempeño de diversos sectores². De igual manera, resulta relevante mencionar que a la fecha no es posible determinar el plazo de recuperación del negocio de Tova, toda vez que la propagación del COVID-19 se trata de un evento que está en curso. Sobre lo anterior, se espera que una vez se levante la Cuarentena Total y reabran las tiendas se mantenga la desaceleración en el sector comercial debido a una menor demanda por productos que no sean de primera necesidad. Considerando que el segmento en el que se desenvuelve Tova (venta y comercialización de prendas de vestir y mercancía seca en general) no es de primera necesidad, se estima un menor crecimiento en sus ingresos para el resto del 2020, situación que genera riesgo sobre los alquileres que debe pagar Tova al Fideicomiso de Flujos que garantizan las Series calificadas, pudiendo igualmente significar un potencial incumplimiento del resguardo de cobertura de flujos de alquiler sobre el Servicio de Deuda. Cabe resaltar que dicha cobertura se ajustará igualmente en el 2021 producto de las cuotas balloon a pagar por algunas Series de Bonos Corporativos, lo cual genera un riesgo de refinanciamiento.

A pesar de lo señalado anteriormente, las calificaciones asignadas toman en consideración la estructura de las Emisiones, las mismas que contemplan la cesión de bienes inmuebles custodiados por el Fideicomiso de Garantía, así como la cesión de una porción de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben los Fideicomitentes garantes por parte del Originador, los mismos que son depositados en Cuentas de Concentración administradas por los Fideicomisos para el cumplimiento del pago de la deuda. Adicionalmente, las distintas Series Garantizadas de Bonos Corporativos cuentan con la cesión de las pólizas de seguros sobre las fincas hipotecadas, así como una Cuenta de Reserva que debe ser capaz de cubrir el pago de intereses de los siguientes tres meses. En línea con la estructura de las Emisiones, el Fideicomiso de Garantía manejado por Global Financial Funds (subsidiaria de Global Bank), al 31 de marzo de 2020, mantiene fondos en la Cuenta de Concentración y en la Cuenta de Reserva por US\$2.1 millones (US\$2.2 millones al 31 de diciembre de 2019), los mismos que permiten cubrir el Servicio de Deuda Garantizada de Arrow en los siguientes tres meses.

¹ Moody's Local PA no contó con los Estados Financieros Auditados de Arrow Capital al 31 de diciembre de 2019. Las cifras a las que hace referencia al cierre de 2019 son interinas. Una vez cuente con la información auditada completa del Emisor, emitirá una actualización del Informe de Calificación.

² Sugerimos revisar la Nota de Prensa: **ML PA publica comentario sobre el impacto del COVID-19 en los distintos sectores de la economía panameña (25/03/2020)** <https://www.moodyslocal.com/resources/res-documents/pa/pressreleases/mlnotaprensacoronaviruscorporativospanama.pdf>

Por otro lado, respecto al Fideicomiso de Garantía correspondiente a las Series D, E, F, G, H e I, es importante mencionar que el valor de mercado de las Fincas fue inferior al 135% del monto emitido al 31 de diciembre 2019 debido a que las nuevas fincas que garantizan las nuevas Series emitidas G, H e I emitidas el 20 de noviembre de 2019, fueron incorporadas al Fideicomiso de Garantías el 13 de enero de 2020. En este sentido, de acuerdo con el Prospecto del Programa de Bonos, el Emisor tiene hasta 120 días, posterior al desembolso, para inscribir los nuevos colaterales en el Fideicomiso de Garantías, por lo cual no se considera un incumplimiento.

Moody's Local PA seguirá monitoreando la capacidad de pago del Emisor, la evolución de sus principales indicadores financieros y resguardos establecidos en las Series calificadas, toda vez que todavía no es posible determinar el efecto final y el período de recuperación en la generación de Tova, la misma que a la fecha se encuentra afectada por las medidas decretadas por el Gobierno a raíz de la rápida propagación de la pandemia COVID-19 en la economía. Esto último conlleva a que, a la fecha, las nuevas categorías de riesgo asignadas a Arrow Capital se encuentren bajo presión y puedan volver a modificarse en caso se determine un mayor riesgo sobre el originador de los flujos del Emisor.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- » Mejora sostenida en la generación de su originador de flujos Tova, para lo cual será fundamental el levantamiento de las medidas decretadas por el Gobierno para hacer frente a la propagación de la pandemia COVID-19 en el país.
- » Disminución progresiva en el nivel de deuda financiera del Emisor.
- » Aumento del Flujo de Caja Operativo del Originador, de manera que sea suficiente para cubrir el Servicio de Deuda en los años 2020 y 2021.
- » Certificación o fianza emitida por una entidad bancaria que asegure el otorgamiento en firme del refinanciamiento al momento que se acerque la fecha de redención anticipada de los Bonos Corporativos.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- » Disminución significativa en los flujos operativos del Originador, ya sea por condiciones normales relacionadas a su actividad o por el surgimiento no esperado de riesgo de índole reputacional.
- » Aumento significativo en los niveles de deuda del Emisor y compromisos de repago del Originador que agreguen presión sobre la cobertura del Servicio de Deuda.
- » Pérdida de valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso.
- » Incumplimiento de alguno de los resguardos vinculados a la cobertura de flujos devengados por arrendamiento.
- » Ajuste en los términos y condiciones de los bonos que termine afectando el respaldo de la estructura.
- » La no obtención del refinanciamiento en un periodo de alto Servicio de Deuda, comprometiendo así el pago del principal de las Series de Bonos Corporativos.

Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

Indicadores Clave

Tabla 1

Arrow Capital, Corp

	Dic-19*	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Activos (US\$ Miles)	202,558	193,306	179,472	180,481
Utilidad Neta (US\$ Miles)	2	22	(41)	(86)

*Cifras no auditadas al 31 de diciembre de 2019.

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 2

Global Financial Funds

	Dic-19	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Activos (US\$ Miles)	10,084.9	9,363.3	2,352.4	1,432.5	885.0
Utilidad Neta (US\$ Miles)	706.0	574.0	933.8	508.6	262.9
ROAA	11.05%	9.80%	48.65%	43.38%	33.72%
ROAE	11.24%	10.04%	52.94%	52.63%	42.19%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local PA

Tabla 3

Resguardos de la Emisión

	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital Series A y B > 135%	232%	218%	205%
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital Series D, E, F, G, H e I > 135%	90%	168%	-

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local PA

Desarrollos Recientes

Como hecho de importancia, Arrow realizó la emisión de la Serie F en el marco del Segundo Programa de Bonos Corporativos por US\$13.0 millones el 27 de setiembre de 2019, utilizando los fondos obtenidos para la amortización parcial de la serie C del Primer Programa de Bonos Corporativos. Asimismo, el Emisor realizó la emisión de las series G, H e I en el marco del Segundo Programa de Bonos Rotativos por US\$35.0 millones el 20 de noviembre de 2019, cuyos fondos fueron utilizados para la amortización total de las series C y E del Primer Programa de Bonos Corporativos y los fondos restantes serán destinados a mejoras y ampliaciones de ciertas tiendas del Grupo. Las condiciones de estas series se detallan en el Anexo II.

Desde la propagación del COVID-19 a nivel mundial, y ante el Estado de Emergencia Nacional y Cuarentena Total que se encuentra el país, el Gobierno de Panamá, la Superintendencia Bancaria de Panamá (SBP) y la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) vienen implementando una serie de disposiciones y medidas que tienen como último fin evitar que se rompa la cadena de pagos en la economía, así como preservar la solvencia y liquidez, tanto en el sistema financiero como en los diversos sectores de la economía. En línea con lo anterior, a la fecha Tova se encuentra temporalmente con las tiendas cerradas, situación que afectará los ingresos y generación para el presente ejercicio, específicamente durante el segundo y tercer trimestre de 2020, no siendo posible determinar todavía la fecha estimada de recuperación del negocio en vista que la propagación del COVID-19 se trata de un evento que está en curso.

ARROW CAPITAL, CORP

Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Dic-19*	Dic-18	Dic-17	Dic-16
TOTAL ACTIVO	202,558	193,306	179,472	180,481
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	14	17	42	573
Préstamos por Cobrar	200,352	191,108	176,992	177,608
Activo Corriente	200,366	191,125	177,034	178,181
Fondo Fiduciario de Reserva	2,191	2,181	2,438	2,300
Activo No Corriente	2,191	2,181	2,438	2,300
TOTAL PASIVO	202,709	193,459	179,647	180,615
Cuentas por Pagar	5	0	0	0
Pasivo Corriente	5	0	0	0
Bonos Corporativos por Pagar	119,500	110,750	97,632	99,250
Bonos Subordinados por Pagar	80,000	80,000	80,000	80,000
Cuentas por pagar a Accionistas	15	27	25	10
Intereses sobre Bonos por Pagar	1,017	2,682	1,990	1,355
Otros Pasivos	2,173	0	0	0
Pasivo No Corriente	202,704	193,459	179,647	180,615
TOTAL PATRIMONIO NETO	(152)	(154)	(175)	(134)
Capital Emitido	10	10	10	10
Resultado del Ejercicio	2	22	(41)	(86)
Resultado Acumulados	(164)	(185)	(144)	(58)

ARROW CAPITAL, CORP

Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Dic-19	Dic-18	Dic-17	Dic-16
Ingresos Operativos	94	87	32	0
Gastos Operativos	92	65	74	86
Utilidad Operativa	2	22	(41)	(86)
Utilidad Neta	2	22	(41)	(86)

*Información financiera no auditada

Anexo I

Historia de Calificación

Arrow Capital, Corp.

Instrumento	Calificación Anterior (al 30.06.19) ¹	Calificación Actual* (al 31.12.19)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones	BBB+.pa	(modificada) BBB.pa	Refleja adecuada capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.
Series A, B, D, E, F, G, H e I (hasta por US\$136.0 millones)			

¹Sesión de Comité del 6 de noviembre de 2019.

*En base a Estados Financieros No Auditados al 31 de diciembre de 2019.

Anexo II

Detalle del Instrumento Calificado

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$500.0 millones

	Serie A	Serie B	Serie D	Serie E	Serie F
Monto Colocado:	US\$ 10.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 30.0 millones	US\$ 25.0 millones	US\$13.0 millones
Saldo en Circulación al 31.12.19:	US\$ 8.25 millones	US\$ 8.25 millones	US\$ 30.0 millones	US\$ 25.0 millones	US\$ 13.0 millones
Fecha de Colocación:	3 de junio de 2016	5 de agosto de 2016	27 de junio de 2018	27 de junio de 2018	27 septiembre de 2019
Plazo:	5 años	5 años	10 años	15 años	7 años
Periodo de Gracia:	Ninguno	Ninguno	2 años	2 años	Bullet al vencimiento
Tasa:	5.30%	5.30%	Libor 3M + 2.75%, mínimo 5.75%. A partir del 2024 Libor 3M + 3%, mínimo 6%	Primeros 3 años: 6.25% Años 4 y 5: 6.50% Años 6 y 7: 6.75% Años 8-15: Libor 3M + 3.25%, mínimo 6.75%	Años 1 – 5: 6.00%, años 6 y 7: Libor 3M + 3%, mínimo 6%
Pago de capital:	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía:	Bienes inmuebles Flujos de Arrendamiento mensual Pólizas de Seguro		Bienes inmuebles Flujos de Arrendamiento mensual Pólizas de Seguro		
Resguardos:	135% del valor de Mercado para hipotecas inmuebles, 1.20x de cobertura de flujos sobre S.D.		135% del valor de Mercado para hipotecas inmuebles 1.00x de cobertura de flujos sobre S.D.		

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local PA

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US\$500.0 millones

	Serie G	Serie H	Serie I
Monto Colocado:	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$20.0 millones
Saldo en Circulación (31.12.19):	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$20.0 millones
Fecha de Colocación:	20 de noviembre de 2019	20 de noviembre de 2019	20 de noviembre de 2019
Plazo:	10 años	15 años	10 años
Periodo de Gracia:	1 año	1 año	Bullet al vencimiento
Tasa:	5.75%. Años 3-10: Libor 3M + 2.625%, mínimo 5%, máximo 7.50%	6.0%. Años 3-15: Libor 3M + 2.625%, mínimo 5.25%, máximo 7.75%	6.25%
Pago de capital:	Trimestral, amortizaciones crecientes	Trimestral, amortizaciones crecientes	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía:		Bienes inmuebles Flujos de Arrendamiento mensual Pólizas de Seguro	
Resguardos:		135% del valor de Mercado para hipotecas inmuebles 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D	

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local PA

Anexo III

Detalle de la Estructura

Riesgos de la Estructura

RIESGO DE AUSENCIA DE GARANTÍAS

Todas las Series Subordinadas estarán respaldadas únicamente con el crédito general del Emisor, toda vez que no cuentan con garantías reales para el pago de capital e intereses. En cuanto a las Series Corporativas Garantizadas, los bienes otorgados en garantía podrían sufrir una disminución en su valor de mercado y por consiguiente su valor de realización podría ser inferior al porcentaje requerido de cobertura.

RIESGO DE REPAGO DEL CAPITAL

La fuente principal para el pago del capital de los Bonos provendrá de los cánones de arrendamiento de los arrendatarios de las empresas relacionadas al Emisor. Si el flujo de arrendamientos se viese interrumpido, disminuido o afectado en alguna forma, existe riesgo de incumplir con los pagos de intereses y capital de los Bonos Corporativos y Subordinados. Además, algunos covenants aplicables a los Bonos Corporativos (dependiendo la Serie) establecen una cobertura mínima de los flujos de alquiler de 1.0 vez y de 1.20 veces, respectivamente.

RIESGO DE REFINANCIAMIENTO

Dado que el Emisor contempla redimir gran parte de los Bonos en circulación a través de la emisión de nuevas Series, existe la posibilidad de que el refinanciamiento de la deuda se de en condiciones desfavorables en términos de costo o plazo.

RIESGO DE EMISIONES EN CIRCULACIÓN

Aquellos Bonos que no estén garantizados estarán subordinados al pago de capital e intereses de aquellos valores que sí cuenten con garantías. Este apartado aplica específicamente a los Bonos Subordinados.

RIESGO DE MODIFICACIÓN DE TÉRMINOS Y CONDICIONES

El Emisor podrá modificar los términos y condiciones de las Series Garantizadas ya emitidas en cualquier momento con el voto favorable de los tenedores de los Bonos que representen más del 75% del capital adeudado de la Serie a la cual se le pretenda hacer modificaciones. En el caso que se requiera hacer cambios sobre los Bonos No Garantizados o Subordinados, se deberá tener una aprobación superior al 51% de los tenedores de dichos instrumentos.

RIESGO GENERAL DEL EMISOR

El Emisor no cuenta con operaciones que pudiesen representar una fuente de repago adicional, dado que es una sociedad de propósito especial cuyo principal objetivo de negocio es el extender facilidades de crédito a empresas relacionadas, que en conjunto poseen accionistas en común, las cuales se dedican al negocio de arrendamiento de locales comerciales a Tova, S.A. y a otras empresas no relacionadas. Además, esto también constituye una dependencia del Emisor hacia flujos que reciben las empresas afiliadas, es decir, los Fideicomitentes Garantes.

No menos importante resulta que el Emisor ha acumulado pérdidas desde su registro en el año 2013, y que no ha recibido ningún tipo de ingresos dada su naturaleza de negocio, lo que causa que su patrimonio sea negativo.

RIESGO DE DEPENDENCIA DE CLIENTES

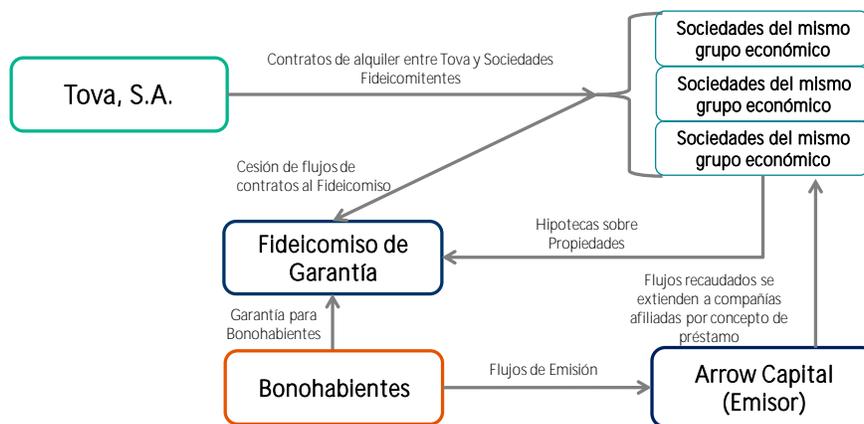
Cierto porcentaje de los ingresos a ser utilizados para el repago del capital e intereses de los Bonos provienen de las operaciones normales de Tova, S.A. De igual manera, la principal fuente de repago del capital e intereses también provendrá de ingresos producto de contratos de arrendamiento entre Tova y los Fideicomitentes Garantes. Las fluctuaciones en la economía nacional podrían incidir en alguna medida en las fuentes de ingresos identificadas.

Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

Los Fideicomisos de Garantía que fungen como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por Arrow Capital bajo el Primer y Segundo Programa, poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por los Fideicomitentes Garantes correspondientes: i) Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad de los Fideicomitentes Garantes. Las propiedades y Fideicomitentes garantes varían dependiendo de la Serie emitida, ii) Cesión irrevocable e incondicional de la totalidad de los flujos provenientes de uno o varios contratos de arrendamiento que han sido cedidos a favor del Fiduciario, a través de un contrato de cesión de cánones de arrendamiento, iii) el saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas de los distintos fideicomisos, iv) la cesión irrevocable e incondicional de las pólizas de seguro sobre las mejoras que existan o se incorporen a futuro sobre las fincas hipotecadas al Fideicomiso y v) los intereses y demás créditos que generan los activos que conformen el Fideicomiso.

Mecanismo de Asignación de Flujos

La estructura de emisión constituyó las siguientes cuentas para atender el pago de las obligaciones señaladas: Cuenta de Concentración y Cuenta Reserva. Una vez que los flujos recaudados producto del alquiler de propiedades por parte de los Fideicomitentes Garantes son transferidos a los Fideicomisos, se procede a distribuir los pagos, de forma trimestral, de la siguiente manera: i) pago de capital e intereses de las Series de Bonos Corporativos, según el cronograma de pago respectivo, ii) depósito de los fondos a la Cuenta de Reserva de servicio de deuda, iii) pago de los gastos generales y administrativos del Emisor que sean presentados y aprobados por el Agente Fiduciario y iv) pago de intereses de las Series Subordinadas, siempre y cuando se haya realizado el pago de intereses y de capital correspondiente a cada una de las Series de Bonos Corporativos emitidas, y, además, de haber cubierto los gastos generales y administrativos del Emisor. El siguiente diagrama representa el esquema de la Titulización:



Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local PA

Declaración de Importancia

La calificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La calificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Calificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la calificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.moody's.com>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017 y 2018 y los Estados Financieros Interinos al 31 de diciembre de 2019 de Arrow Capital, Corp., así como la documentación respectiva sobre el Programa Rotativo de Bonos hasta por US\$500 millones. De igual forma, se utilizaron los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019 de Tova, S.A. Moody's Local no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. **CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CALIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER** INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO PERO NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA IRRESPONSABLE E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo pero no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJJK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.