

# Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.

Cedeval

## Informe de Clasificación

### Clasificación\*

Emisor	Actual EAA+(slv)	Anterior EAA+(slv)

### Perspectiva

Estable	Estable
---------	---------

Consejo Ordinario de Clasificación: Abril 22, 2016.

\* El sufijo (slv) indica que se trata de una clasificación nacional en El Salvador. Las escalas de clasificación utilizadas en El Salvador son las establecidas en la Ley del Mercado de Valores y en las Normas Técnicas Sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de riesgo. Las clasificaciones en la escala de Fitch se presentan al final de este informe.

### Resumen Financiero

Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.

	31 dic 2015	31 dic 2014
<b>(USD miles)</b>	<b>Anual</b>	<b>Anual</b>
Activo Total	2,454	2,453
Patrimonio Total	2,307	2,258
Ingresos Totales	1,119	1,059
Margen EBITDAR (%)	16.5	8.5
EBITDA (%)	185	90

Fuente: Estados financieros anuales auditados.

### Informe Relacionado

El Salvador (Julio 22, 2015).

### Analistas

Dario Sanchez  
+503 2516-6608  
[dario.sanchez@fitchratings.com](mailto:dario.sanchez@fitchratings.com)

Luis Guerrero  
+503 2516 6618  
[luis.guerrero@fitchratings.com](mailto:luis.guerrero@fitchratings.com)

### Factores Clave de la Clasificación

**Inexistencia de Deuda Financiera:** El perfil financiero de Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (Cedeval) ha sido tradicionalmente conservador. Se ha basado en un patrimonio sólido, respecto a su operatividad, y en el fondeo de actividades de inversión, por medio de flujo operativo sin utilizar deuda.

**Importancia de la Entidad en el Mercado:** El mercado requiere de Cedeval para el depósito, registro y custodia de los títulos autorizados para la negociación en la bolsa de valores de la industria bursátil salvadoreña. La Ley de Mercado de Valores de El Salvador permite autorizar a varias entidades operar como central de depósito, custodia y administración de valores; sin embargo, Cedeval es la única entidad que opera actualmente como tal en el país.

**Posición de Mercado Sólida:** La clasificación refleja la posición de la compañía en el mercado como depositario del mercado de valores en El Salvador. Además, la estructura y tamaño del mercado salvadoreño hacen poco factible la existencia de otra entidad privada que preste los mismos servicios en el país, lo que beneficia la posición competitiva local de Cedeval.

**Administración Integral de Riesgos Continua:** La empresa realiza una gestión integral de riesgos de forma continua. Posee sistemas, controles y procedimientos adecuados, además de que renueva su plataforma tecnológica en forma periódica, realiza pruebas de sus sistemas y ha implementado políticas de continuidad de negocio.

**Posibilidad de Cambios en Entorno o Leyes que Incidan en Negocio:** La clasificación está limitada por la vulnerabilidad a decisiones políticas relacionadas con los valores públicos que podrían reducir el saldo de custodia, como la creación del Fideicomiso de Obligaciones Previsionales (FOP). Además, el Reglamento de Depósito y Custodia de Valores para el Sistema de Ahorro para Pensiones (SAP) permite la contratación de bancos o depositarias constituidos en el extranjero, lo cual podría reducir el volumen custodiado.

### Sensibilidad de la Clasificación

**Potencial Limitado de Mejoras en la Clasificación:** Fitch Ratings considera que la probabilidad de una acción de clasificación positiva en el mediano plazo es limitada.

**Fondeo mediante Deuda Financiera:** Bajas en la clasificación podrían derivar del nivel de deuda que asuma Cedeval respecto a su nivel de EBITDA, carga financiera y perfil de vencimiento.

## Presentación de Estados Financieros

Para el presente análisis, se utilizaron los estados financieros auditados de los cierres de los ejercicios de 2015 a 2011, auditados por Figueroa Jiménez & Co, miembros de la red internacional BDO. Los auditores no presentaron salvedad alguna.

La información fue preparada de acuerdo con las prácticas contables contenidas en el Manual de Contabilidad aprobado por la anterior Superintendencia de Valores para las entidades que están autorizadas para operar como centrales de depósito y custodia de valores. Esto fue de conformidad con el artículo 4 de la Ley Orgánica de la Superintendencia del Sistema Financiero.

## Metodologías Relacionadas

[Metodología de Calificación de Compañías de Infraestructura del Mercado Financiero \(Mayo 29, 2015\).](#)

[Metodología de Calificación de Instituciones Financieras No Bancarias \(Mayo 29, 2015\).](#)

## Entorno Operativo

### *Crecimiento Económico Bajo*

Las expectativas de crecimiento económico de El Salvador, clasificado por Fitch en 'B+' con Perspectiva Estable, siguen siendo bajas. Fitch estima que el PIB crecerá 2.2% en 2016 y 2017. El crecimiento será impulsado por factores externos, incluyendo la recuperación económica estadounidense y el efecto positivo en el comercio y consumo por precios de petróleo bajos. Los índices criminalidad alta, flujos de inversión bajos, capital humano con relativamente poca formación y competitividad baja permanecerán como limitantes principales del crecimiento.

Cedeval es la única entidad en El Salvador que presta los servicios de central de depósito, custodia y administración de valores. La Ley de Mercado de Valores de El Salvador deja abierta la posibilidad de autorizar a varias entidades operar como custodios. Sin embargo, únicamente esta institución ha funcionado como tal, dado que las economías de escala provenientes de este negocio hacen impráctico que más de una compañía preste dichos servicios en el país. Además, la estructura y el tamaño del mercado salvadoreño hacen poco factible la existencia de otra entidad privada que brinde los mismos servicios en El Salvador, lo cual beneficia la posición competitiva local de Cedeval.

La empresa es una entidad en control y supervisión permanente, puesto que su participación en el mercado de valores está regulada por la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador (SSF). Además, está sujeta a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores de El Salvador y de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, así como a su reglamento interno y al manual de operaciones. Estos están debidamente autorizados por la SSF.

El marco regulatorio promueve una administración mayor del riesgo, factor que la agencia considera positivo. La SSF está conectada a los sistemas informáticos y supervisa en coherencia con las operaciones de la depositaria y del mercado en general.

## Perfil de la Empresa

### *Entidad Necesaria para el Mercado Bursátil*

Constituida el 11 de enero de 1994, Cedeval es una empresa domiciliada en El Salvador que inicia operaciones el 3 de noviembre de 1998, luego de ser autorizada por la Superintendencia de Valores de El Salvador, mediante la resolución del 18 de septiembre de 1998. Es la única entidad en la plaza que se especializa en la custodia, administración, compensación y liquidación de valores en depósito bajo la ley del Mercado de Valores local. La liquidación monetaria la realiza Bolsa de Valores de El Salvador (BVES) y Cedeval efectúa la entrega de valores.

La compañía presta sus servicios a las casas corredoras de bolsa, bancos, administradoras de fondos de pensiones, administradores de carteras, empresas titularizadoras, al Ministerio de Hacienda y al Banco Central de Reserva. Además, con el fin de ampliar sus servicios, mantiene contratos de servicio de subcustodia con la Central Latinoamericana de Valores (Latin Clear) en Panamá, Caja de Valores en la Bolsa de Valores Nacional en Guatemala, Central Nicaragüense de Valores, Central de Valores en Costa Rica, Banco Nacional de Costa Rica, Banco Central de Reserva de El Salvador, Clearstream Banking (Centro Depositario Internacional; miembro del grupo de Deutsche Börse), así como Euroclear Bank en Bélgica.

La casa de bolsa es la figura jurídica autorizada en el mercado de valores para atender las solicitudes de inversión y liquidación de valores de los clientes o inversionistas. De conformidad con la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, antes de ser negociados, los valores deben estar depositados en Cedeval. Esto es mediante la apertura de cuentas de valores que realiza cada casa de bolsa a nombre propio, de terceros (inversionistas) o cuentas de inversión para los portafolios de las empresas que administran carteras.

Fitch considera que la estructura organizacional de Cedeval es transparente y de mínima complejidad, aspectos percibidos como factores neutrales para la clasificación. La empresa es una subsidiaria directa de BVES, clasificada en 'AAA(slv)' por Fitch, con una participación accionaria de 88.6%. De conformidad con la Ley del Mercado de Valores, al menos 60% del capital social de Cedeval debe permanecer conjunta o individualmente en bolsas de valores, bancos o financieras.

## Administración

La administración tiene un buen grado de profundidad, estabilidad y experiencia. Asimismo, Fitch opina que las prácticas de gobierno corporativo de Cedeval son adecuadas y están acorde a su naturaleza de subsidiaria de BVES. La estructura de su junta directiva (JD; conformada por ocho miembros, cuatro de los cuales también forman parte de la JD de BVES) garantiza la alineación de su estrategia con la de su accionista principal. La política de gobierno corporativo contempla, entre sus objetivos, la participación activa de la JD en los comités de auditoría, riesgos, conductas, y prevención de lavado de dinero y activos.

La JD delega la ejecución de la estrategia en la alta gerencia. En opinión de Fitch, el equipo gerencial tiene un grado apropiado de profundidad, estabilidad y experiencia. Este ha mostrado su capacidad de cumplir generalmente con los objetivos de negocio; sin embargo, su ejecución varía con base en cambios en los ciclos de mercado o económicos.

Los objetivos estratégicos de Cedeval están expresados adecuadamente dentro de sus planes estratégicos. Estos se orientan hacia el crecimiento de su participación y profundización en el mercado bursátil, así como a sostener la competitividad de sus servicios respecto a custodios internacionales. La estrategia también contempla la optimización de procesos, incluyendo inversiones en tecnología de punta, bajo un estricto control de costos.

Los proyectos estratégicos principales comprenden continuar la adecuación de procesos operativos y sistemas informáticos, con el fin de atender los servicios de custodia y administración para los fondos de inversión, figuras financieras aprobadas por decreto legislativo en 2014. Asimismo, el proyecto de desarrollo del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) está por concluir, con el cual se logrará operar bajo el principio de entrega contra pago bajo estándares internacionales.

## Apetito de Riesgo

### *Identificación de Riesgos por Procesos Vigente*

Cedeval mantiene un monitoreo en la administración de los riesgos generales y del negocio. También, identifica y da seguimiento continuo a las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de la entidad. El riesgo operacional es el principal para una entidad de custodia y administración de valores. En conjunto con BVES, la compañía ha definido la gestión de riesgos como área de prioridad para aplicar las mejores prácticas internacionales. Desde 2012, se aprobó e implementó en la entidad el Manual de Políticas de Seguridad Informática, la puesta en marcha de Políticas de Gobierno Corporativo y Políticas de Conducta para Funcionarios y Empleados, así como el diseño del Sistema Integral de Riesgos y Proceso de Riesgo Operacional.

Desde 2010, la entidad participa en el proyecto Depository Information-Gathering Report, liderado por Asociación de Custodios Globales (AGC, por sus siglas en inglés). Este proyecto se orienta a la revisión de estándares establecidos en la norma 17f-7, adoptada en el 2000 por el regulador del mercado de valores de Estados Unidos de América, Securities Exchange Commission.

La norma 17f-7 requiere realizar una revisión de los riesgos de custodia asociados a los activos en cada depositaria, experiencia y reputación, así como de otros aspectos relacionados con la calidad del servicio y adopción de prácticas internacionales de la industria. Al obtener dicho

reconocimiento, Cedeval se beneficia de oportunidades de negocio nuevas, puesto que sería elegible para custodiar valores emitidos por corporaciones estadounidenses.

#### *Sistemas Informáticos con Capacidad Holgada para Atender Crecimiento*

Fitch considera fundamental una labor en inversión y mantenimiento de sistemas que permita la prestación continua de los servicios por parte de la entidad. La inversión constante en equipo tecnológico, el cual se basa en sistemas en línea y en tiempo real, posibilita el manejo y control de los flujos de pagos y movimientos de títulos de forma diaria (*intraday*).

Cedeval renovó su plataforma tecnológica en 2013. Para realizar el mantenimiento de los sistemas de información, sigue la política de respaldar el registro de cuentas de valores y operaciones mediante un contrato de prestación de servicios con la empresa salvadoreña DataGuard S.A., desde septiembre de 2009. Además, la entidad continuará con las revisiones periódicas, mejoras y verificación de cumplimiento de requerimientos de la clasificación de sus sistemas, certificados por la compañía norteamericana Verizon Business.

#### *Gestión de Riesgo de Contraparte según Normativa Vigente*

El riesgo de contraparte se materializa ante el incumplimiento de una operación bursátil por una de las partes en la fecha pactada de liquidación. La normativa establece el mecanismo de operatividad bursátil de la bolsa de valores, el cual determina los procesos y requisitos de margen a seguir cuando un miembro cae en incumplimiento. Además, si una casa de bolsa no posee la liquidez suficiente para atender una operación, esta puede acceder a la línea de crédito contratada por BVES para mitigar este tipo de eventos.

El riesgo de contraparte se mitiga al realizar el proceso de compensación y liquidación de valores, mediante la práctica de entrega contra pago; es decir, Cedeval entrega los valores hasta que la liquidación monetaria haya ocurrido. El proyecto de integración del proceso de compensación y liquidación en una sola entidad permitirán a la entidad una mejor gestión del riesgo de contraparte y de liquidez.

## **Perfil Financiero**

### **Ganancias y Rentabilidad**

#### *Fortalecimiento del Margen EBITDA*

Fitch considera que los indicadores de rentabilidad de Cedeval son adecuados para sus operaciones. El margen EBITDA alcanzó 16.5% en 2015, muy superior lo registrado en 2014 de 8.5%. Las mejoras en rentabilidad se han favorecido por mejoras continuas en la eficiencia operativa.

Los ingresos operativos de la entidad crecieron 5.7% durante 2015, impulsados por el crecimiento sostenido de los últimos cinco años en los saldos de valores en depósitos, los cuales permanecen principalmente vinculados a las comisiones por custodia y administración de los mismos. Los ingresos operativos de 2015 provinieron de 41 clientes. De estos, las dos administradoras de fondos de pensiones contribuyeron con 44.0% de total. Por tipo de servicios, los ingresos por custodia internacional constituyen la fuente de ingresos principal, seguidos por los de custodia local y del ejercicio de derechos patrimoniales.

Los costos operativos decrecieron levemente en 2015 (2014–2015: 2.0% negativo), reflejando el control de gastos estricto y esfuerzos de la administración en la optimización de procesos, en congruencia con los lineamientos estratégicos establecidos por la JD. La eficiencia mejoró, debido a que el crecimiento de los ingresos fue soportado utilizando la misma capacidad instalada. Fitch considera que Cedeval continuará exhibiendo indicadores de rentabilidad sostenibles, en la medida se continúe consolidando la operación y se logren mayores economías de escala.

**Detalle de Comisiones**

<b>(USD miles)</b>	<b>2015*</b>		<b>2014*</b>	
<b>Servicios Custodia, Depósito y Administración</b>	<b>95.9%</b>	<b>541.0</b>	<b>95.5%</b>	<b>492.5</b>
Custodia Local	29.2%	164.9	27.1%	139.7
Custodia Internacional	29.8%	167.8	33.4%	172.3
Ejercicio de Derechos Patrimoniales	15.9%	89.7	16.3%	84.2
Documentos	8.9%	50.0	6.9%	35.5
Depósitos, Retiros y Transferencias	4.9%	27.8	4.9%	25.4
Transferencia Operaciones Internacionales	3.6%	20.0	3.8%	19.5
Otros	3.7%	20.8	3.1%	16.0
<b>Servicios Electrónicos de Custodia y Administración</b>	<b>3.0%</b>	<b>16.7</b>	<b>3.2%</b>	<b>16.7</b>
<b>Derecho de Inscripción</b>	<b>1.1%</b>	<b>6.2</b>	<b>1.3%</b>	<b>6.5</b>
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>563.8</b>	<b>100.0%</b>	<b>515.7</b>

\* Año comprende período de enero a junio.

Fuente: Elaborado por Fitch con información suministrada por Cedeval.

**Capitalización y Apalancamiento***Capitalización Sólida*

Cedeval dispone de una posición patrimonial sólida que representa 94% de sus activos. A diciembre de 2015, alcanzó un patrimonio de USD2.31 millones, incrementando 2.2% en relación al ejercicio anterior (2014: USD2.26 millones). El alza en la base patrimonial es producto de una generación y acumulación de utilidades adecuada. Fitch estima que la entidad mantendrá una posición patrimonial robusta con un respaldo adecuado para sus operaciones en el futuro previsible.

En junio de 2007, la institución registró sus acciones en BVES, lo cual permitió negociarlas de forma desmaterializada en el mercado secundario. La entidad no tiene una política de dividendos establecida. Sin embargo, en asamblea general de accionistas de los últimos años, se acordó decretar USD100 mil en concepto de dividendos, equivalente a un pago por acción de USD2.

**Fondeo y Liquidez***Inexistencia de Deuda Financiera*

Cedeval posee una flexibilidad financiera buena, al no contar con deuda bancaria ni bursátil. La capacidad de generación de efectivo recurrente, así como su base amplia de activos líquidos, permite cubrir sus requerimientos operativos adecuadamente y mantener una estructura pasiva libre de deuda financiera.

Los activos líquidos representan 83.3% de los activos totales y los conforman inversiones financieras en títulos de renta fija de corto y mediano plazo con capacidad de realización rápida. El portafolio de inversión incluye depósitos a plazo en bancos, valores soberanos, fondos de titularización y valores extranjeros. Una fuente importante de ingresos no operativos corresponde a los ingresos financieros por inversiones de cartera propia, la cual totalizó USD1.9 millones al 30 de junio de 2015. Los ingresos por inversiones financieras de 2015 fueron USD106 mil.

Al 31 de diciembre de 2015, el saldo custodiado era de USD7,758.4 millones. Por localidad de custodia, 74% (USD5,717.1 millones) correspondía a custodia local y 26% (USD2,041.3 millones), a internacional. Por tipo de circulación, la custodia desmaterializada representó 99.6% excluyendo los documentos y acciones de conglomerados financieros que por ley no son negociables en bolsa.

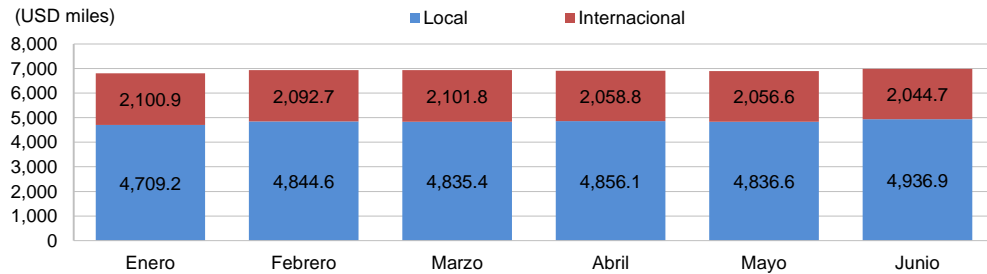
Los subcustodios internacionales utilizados a diciembre de 2015 son Euroclear (61.3% participación), Banco Nacional de Costa Rica (18.4%), Clearstream (11.3%) y Latin Clear de Panamá (9.1%).

**Custodia de Valores**

**Custodia Mensual 2015 por Localidad**

Cifras al cierre de mes

(USD miles)



Fuente: Elaborado por Fitch con datos de Cedeval

Al 30 de junio de 2015, el saldo custodiado era de USD6,982 millones. Por localidad de custodia, 71% (USD4,937 millones) corresponde a custodia local y 29% (USD2,045 millones), a internacional. Por tipo de circulación, la custodia desmaterializada representó 73% y la física, 27%. Los subcustodios internacionales utilizados a junio de 2015 son Euroclear (participación: 59%), Central de Valores de Costa Rica (13%), Latin Clear de Panamá (11%), Clearstream (11%) y Banco Nacional de Costa Rica (5%).

**Clasificaciones en Escala Fitch**

Las clasificaciones de riesgo vigente en escala de Fitch se detallan a continuación:

- Clasificación nacional de largo plazo: 'AA+(slv)';
- Clasificación nacional de corto plazo: 'F1+(slv)';

Perspectiva Estable.

## Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.

### Resumen Financiero

(USD miles)	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Indicadores Financieros</b>					
EBITDA/Intereses Financieros (x)	-	-	-	-	-
(EBITDA - Inversión en Activo Fijo)/Intereses Financieros (x)	-	-	-	-	-
Deuda Financiera Total/EBITDA (x)	-	-	-	-	-
Deuda Financiera Neta/EBITDA (x)	-	-	-	-	-
Deuda Financiera Total/Capitalización (%)	-	-	-	-	-
<b>Resultados</b>					
Ingresos Netos	1,119.0	1,059.0	1,017.0	934.1	924.0
Cambio (%)	5.7	4.1	8.9	1.1	10.8
EBITDA	185.0	90.0	49.0	27.8	49.0
Margen EBITDA (%)	16.5	8.5	4.8	3.0	5.3
Depreciación y Amortización	31.0	29.0	8.0	5.1	8.0
EBIT	154.0	61.0	41.0	22.7	41.0
Intereses Financieros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Costo de Financiamiento Estimado <sup>a</sup> (%)	-	-	-	-	-
Utilidad Neta	168.0	148.0	97.0	102.1	93.0
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	7.4	6.6	4.5	5.1	4.9
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo de Caja Operativo	168.0	177.0	105.0	107.2	101.0
Variación del Capital de Trabajo	(168.0)	53.0	(15.0)	(86.9)	13.0
Flujo de Caja Operativo Neto	0.0	230.0	90.0	20.3	114.0
Inversiones de Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otras Inversiones, Neto	(80.0)	(73.0)	(268.0)	(120.7)	(48.5)
Variación Neta de Deuda	8.0	0.0	5.0	0.0	4.0
Variación Neta de Capital	0.0	0.0	66.0	6.6	16.0
Pago de Dividendos	(100.0)	(100.0)	(11.0)	(5.3)	(14.0)
Otros Financiamientos, Neto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variación Neta de Caja y Valores Líquidos	(172.0)	57.0	(118.0)	(99.2)	71.5
Flujo de Caja Libre <sup>b</sup>	185.0	90.0	49.0	27.8	49.0
<b>Balance</b>					
Caja e Inversiones Corrientes	2,043.0	1,973.0	1,964.0	1,868.5	1,858.0
Activos Totales	2,454.0	2,453.0	2,422.0	2,248.3	2,075.0
Deuda Financiera Corto Plazo	0.0	0.0	2.0	0.2	3.0
Deuda Financiera Largo Plazo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Obligaciones Financieras Fuera de Balance <sup>c</sup>					
Deuda Financiera Total <sup>d</sup>	0.0	0.0	2.0	0.2	3.0
Patrimonio (Incluye Participación Minoritaria)	2,307.0	2,258.0	2,218.0	2,076.8	1,932.0
Capitalización	2,307.0	2,258.0	2,220.0	2,077.0	1,935.0
<b>Liquidez</b>					
Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total (%)	-	-	-	-	-
Caja e Inversiones Corrientes/Deuda Corto Plazo (x)	-	-	-	-	-
EBITDA/(Deuda Corto Plazo + Intereses Financieros) (x)	-	-	-	-	-
<b>Otros Indicadores</b>					
Custodia (USD millones)	7,758.4	6,797.0	6,096.4	5,704.2	5,216.7
Cambio (%)	14.1	11.5	6.9	9.3	9.7
Local	5,717.1	4,675.2	3,988.3	3,760.2	3,391.9
Internacional	2,041.3	2,121.9	2,108.1	1,944.0	1,824.8
Custodia Desmaterializada (%)	85.6	86.4	78.3	82.2	82.8

Nota: El porcentaje de cambio se calcula en comparación con el mismo período del año anterior. <sup>a</sup> Costo de Financiamiento Estimado = intereses financieros/deuda financiera total promedio. <sup>b</sup> Flujo de Caja Libre = EBITDA - intereses financieros - variación en capital de trabajo - inversión en activos fijos. <sup>c</sup> Incluye arrendamientos operacionales multiplicado por ocho y otros tipos de obligaciones con características de deuda financiera. <sup>d</sup> Deuda financiera total incluye obligaciones financieras fuera de balance. Capitalización = deuda financiera total + patrimonio (incluye participación minoritaria). Deuda Financiera Neta = caja e inversiones corrientes - deuda financiera total/EBITDA. EBITDA = resultado de operación + depreciación y amortización. x: veces.

Fuente: Cedeval.

**Las clasificaciones 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 clasificación.**

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.

Categoría 'EAA': La clasificación nacional 'EAA' corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece y en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo "+" indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo "-" indica un nivel mayor de riesgo.

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CLASIFICACIONES 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 CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES 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 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 clasificaciones, 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 clasificación, 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 clasificada 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 clasificaciones 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 clasificación 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 clasificaciones, 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 clasificaciones 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 clasificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una clasificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una clasificación 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 clasificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la clasificación. La clasificación 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 contactos. Un informe con una clasificación 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 clasificaciones 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 clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones 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 clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará 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 clasificación 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.