

## Marco regulatorio aplicable a las AFORES y SIEFORES

### Analistas

Bertha Cantú  
+52 81 8399 9128  
bertha.cantu@fitchratings.com

Daniela Pérez  
+52 81 8399 9100  
daniela.perez@fitchratings.com

Aurelio Cavazos  
+52 81 8399 9100  
aurelio.cavazos@fitchratings.com

### Reportes Relacionados

Metodología 'Criterios de Calificación Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro', Abril 3, 2008.

### Resumen

La Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) es el órgano facultado por la Ley de Sistemas de Ahorro para el Retiro (SAR) para regular la actuación de las Administradoras de Fondos de Pensiones y los propios Fondos de Pensiones en México, mejor conocidos como Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES). La CONSAR, a través de la normatividad que emite en forma de Circulares, regula la actuación de los participantes del Sistema de Ahorro para el Retiro, en específico de las Administradoras (AFORES) y de las SIEFORES que operan, con la finalidad de buscar la consecución de las mejores prácticas dentro del mercado, para lo cual continuamente está actualizando y revisando los lineamientos básicos requeridos a dichas instituciones.

El marco regulatorio aplicable a las AFORES y SIEFORES es, en opinión de Fitch Ratings, extenso y riguroso, abarcando los lineamientos fundamentales para la apropiada organización y operación de dichas instituciones. Derivado del crecimiento de los recursos administrados por los Fondos de Pensiones, estos últimos han cobrado gran relevancia dentro del Sistema Financiero Mexicano, convirtiéndolas en los principales inversionistas institucionales del país por su participación en instrumentos del mercado de deuda y de renta variable. Dada esta importancia, en el presente informe se expondrán los aspectos más relevantes de dicho marco regulatorio con un especial enfoque en los siguientes temas:

- Normativa fundamental del Sistema de Ahorro para el Retiro.
- Enfoque hacia el gobierno corporativo a través del reforzamiento de la administración de riesgos.
- Reglas prudenciales que deberán cumplir para la realización de operaciones con derivados.
- Criterios básicos que deben cubrir las Siefores para su operación diaria de acuerdo a la normatividad emitida por la CONSAR.
- Utilización del régimen de inversión de las SIEFORES para el desarrollo del mercado financiero mexicano, y criterios para la selección de los activos objeto de inversión.

### Normativa fundamental del Sistema de Ahorro para el Retiro

#### Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro

La Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro regula el funcionamiento de los sistemas de ahorro para el retiro y sus participantes, entre los que se encuentran las AFORES y las SIEFORES.

La Ley del SAR establece que el órgano encargado de la regulación y supervisión de los sistemas de ahorro para el retiro es la CONSAR, y entre sus facultades se encuentra el establecer las disposiciones de carácter general que deberán seguir los participantes del sistema. La Junta de Gobierno de la CONSAR es el órgano encargado de la autorización

para la operación de las AFORES y SIEFORES, y de la expedición de las reglas que deberán seguir el régimen de inversión de las SIEFORES. A su vez, el Comité Consultivo y de Vigilancia tendrá entre sus funciones la aprobación de los Contralores Normativos y los Consejeros Independientes de las AFORES y SIEFORES, así como el otorgar su opinión sobre las reglas que deberá seguir el régimen de inversión de las sociedades.

Con respecto a las AFORES y SIEFORES, la Ley establece las disposiciones generales para su constitución y operación, describiendo los requisitos mínimos que deben cumplir para su funcionamiento, entre los que resaltan el que las administradoras tienen que contar con un Contralor Normativo, cuyas funciones detalla la ley, siendo una de ellas la de informar mensualmente a la CONSAR el cumplimiento de sus obligaciones y cualquier irregularidad que detecte. La AFORE deberá proponer a la CONSAR para su aprobación, las comisiones que cobrarán en forma anual. Asimismo, la Ley estipula el formato que tendrán que seguir los estados de cuenta proporcionados por las AFORES a los trabajadores. En lo referente a los lineamientos establecidos en la Ley para las SIEFORES, destaca el que deberán contar con un Comité de Inversiones que sesione al menos una vez al mes y cuya función es la de determinar la estrategia de inversión y la composición de los activos de la sociedad. La ley también estipula que las SIEFORES deberán contar con un Comité de Riesgos que se encargue de administrar los riesgos a los que están expuestas. Además, la Ley establece los requisitos mínimos que deberán contener los prospectos de información al público inversionista, los cuales tendrán que ser entregados previamente a la CONSAR para su aprobación.

Otro de los aspectos que abarca la Ley es la forma en que deberán llevar su contabilidad las AFORES y SIEFORES, lo cual incluye el que tienen que publicar en dos periódicos nacionales sus estados financieros trimestrales y anuales; asimismo, dichos estados financieros tendrán que cumplir con las normas de agrupación de cuentas y de registro contable y de operaciones que establezca la CONSAR.

### **Circulares emitidas por la CONSAR**

Como se mencionó con anterioridad, la CONSAR es el órgano encargado de la regulación y supervisión de los participantes del Sistema de Ahorro para el Retiro, emitiendo para ellos disposiciones específicas y detalladas sobre los principales requisitos que deben cumplir las AFORES y SIEFORES durante su constitución y operación. Las Circulares que ha emitido este órgano son 23, las cuales abarcan aspectos tales como: los procedimientos de autorización para la organización y operación de las AFORES y SIEFORES; reglas generales en relación a los promotores, publicidad, prospectos de información y folletos explicativos, contabilidad y presentación de estados financieros, régimen de comisiones, régimen de inversión de las SIEFORES, la información que las AFORES y SIEFORES deben entregar a la CONSAR, la valuación de los activos objeto de inversión, reglas a las que deberán sujetarse los contralores normativos, reglas para la recomposición de la cartera de las SIEFORES, lineamientos que deberán seguir las AFORES y SIEFORES para realizar operaciones con derivados, reglas para la operaciones de notas, lineamientos para la administración de riesgos, entre otros.

Dada la gran extensión y complejidad de las Circulares emitidas por la CONSAR, a continuación nos enfocaremos en los lineamientos más relevantes que deben seguir las SIEFORES en su operación diaria, con un énfasis en los aspectos de administración de riesgos, operaciones con derivados, los criterios de selección de la CONSAR aplicables a ETF's (Exchange Traded Funds) e índices accionarios, así como los cambios más recientes al régimen de inversión que deben seguir las SIEFORES.

### **Gobierno Corporativo y Administración de Riesgos**

La Ley del SAR y la normatividad emitida por la CONSAR, en opinión de Fitch Ratings, se

han orientado hacia el reforzamiento del Gobierno Corporativo y la Administración de Riesgos mediante el establecimiento de lineamientos específicos para la integración del Consejo de Administración, el Comité de Inversiones y el Comité de Riesgos, así como los requisitos y funciones que debe cumplir el Contralor Normativo de la AFORE.

En la Circular CONSAR 62-1 se detalla los lineamientos que deben cumplir las AFORES y SIEFORES para lograr las mejores prácticas en relación a la Administración Integral de Riesgos. Con dicha circular la autoridad busca que las AFORES y SIEFORES fortalezcan su gobierno corporativo a través de procesos de autorregulación y medición de riesgos. Las AFORES y SIEFORES deben poseer procedimientos, manuales, modelos y metodologías para la administración de los distintos tipos de riesgos operativos y financieros, entre los que se encuentran: riesgo operativo, tecnológico, de crédito, de mercado, de liquidez y legal; y para lograr cumplir con su monitoreo, deben contar con dos Comités, uno para el Riesgo Operativo y otro para el Riesgo Financiero, los cuales se apoyarán en la UAIR y la UARO (Unidad de Administración Integral de Riesgos y Unidad de Administración de Riesgo Operativo respectivamente) para identificar, monitorear e informar los riesgos.

La Circular detalla los procesos básicos que se tienen que seguir, los elementos que deben contener los manuales, las funciones de los principales funcionarios, tales como los responsables de las Unidades de Riesgos y el Contralor Normativo, así como la periodicidad con la que se deben presentar los diferentes informes. Fitch resalta la importancia que tienen estas funciones para la CONSAR, al observarse en la Circular el requisito de contar con una evaluación externa al menos una vez al año, al contratar a un experto para que realice una valoración de la Administración del Riesgo Financiero. Las AFORES y SIEFORES deberán contar con la aprobación de la CONSAR sobre los Manuales de políticas y procedimientos para el Riesgo Financiero y Riesgo Operativo, y las Administradoras podrán solicitar a la autoridad una certificación para la administración del Riesgo Operativo.

La CONSAR también establece el proceso para operar Derivados, incluyendo un diagrama que describe la logística de dicho proceso. Asimismo, revisa los resultados de los modelos de valuación y la metodología para dichas operaciones con derivados.

### **Reglas prudenciales para la realización de operaciones con derivados.**

Una de las razones de la CONSAR al establecer a detalle los lineamientos básicos para la Administración de Riesgos, es fomentar la autorregulación y un proceso eficiente de medición y control de los mismos, debido a que las SIEFORES tienen la posibilidad de invertir en instrumentos más complejos como son las operaciones con instrumentos derivados.

Como se mencionó con anterioridad, en la Circular relativa a las reglas para la Administración de Riesgos se describe el proceso para realizar operaciones con derivados, sin embargo, las AFORES y SIEFORES deben obtener autorización por parte de la CONSAR, al cumplir con los requisitos para poder llevar a cabo dichas operaciones, como son: el no tener sin resolver alguna observación realizada por la CONSAR con respecto a la organización del proyecto de administración de riesgos, contar con un operador y un encargado del control y registro de operaciones de derivados que estén capacitados y certificados para llevar a cabo dichas operaciones, tener una certificación de calidad ISO 9000, y contar con sistemas que les permitan evaluar diariamente los riesgos de las operaciones con derivados. En la Circular CONSAR 53-2, además de lo mencionado anteriormente, se estipula con quienes pueden las SIEFORES celebrar operaciones con Derivados, debiendo poseer dichas instituciones, de acuerdo a la Circular CONSAR 15-19 las calificaciones mínimas establecidas por la autoridad; asimismo, se menciona que los

activos subyacentes deben de encontrarse dentro del régimen de inversión establecido por la autoridad.

La Circular CONSAR 62-1 menciona que la UAIR deberá determinar el proceso para la operación de Derivados, definiendo lo siguiente: los límites por contraparte, emisor, por mercados listados y extrabursátiles, por operador, y de Valor en Riesgo marginal y total del portafolio. Asimismo, se establece que los operadores deberán informar diariamente de las operaciones realizadas a la UAIR, al director general y a los encargados del control y registro de las operaciones. Fitch Ratings considera que el requerimiento de aprobación por parte de la autoridad para la celebración de las operaciones con Derivados, le otorga control y formalidad a la realización de este tipo de inversiones.

### **Crterios básicos para la operación diaria de las Siefores**

La CONSAR, a través de sus circulares, norma la operación diaria de las Siefores, ya que establece las reglas generales para el registro de las operaciones, de la valuación diaria de los activos objeto de inversión, de la contabilidad y elaboración y presentación de Estados Financieros, así como los lineamientos para la entrega de la información que las SIEFORES generan en relación al registro de los trabajadores, inversiones, traspasos, retiros y determinados procesos operativos. Asimismo, en las circulares se indica que esta información deberá cumplir con la estructura, calidad y características del contenido especificada en cada uno de los Formatos de transmisión de Información por Proceso, y que la transmisión del envío de dichos formatos será a través de una red privada mediante el software Connect:Direct o algún otro compatible con éste, y que los archivos deberán enviarse encriptados y comprimidos utilizando el programa GNUpg. Lo anterior, en opinión de Fitch Ratings, permite a la CONSAR hacer más eficiente el análisis y revisión de la operación diaria, al sistematizar y homologar la forma de operar de las diferentes SIEFORES, lo que proporciona una mejor supervisión garantizando el adecuado funcionamiento de las mismas.

En las circulares también se establecen los lineamientos para la promoción y publicidad de las SIEFORES, ya que es el vínculo directo entre la Administración y los trabajadores propietarios de los recursos administrados. Es importante mencionar que los agentes promotores deben estar inscritos en el Registro de Agentes Promotores para poder desempeñar las actividades de comercialización, orientación, promoción, registro o traspaso, relacionadas con las cuentas individuales de los trabajadores, y que el número de agentes promotores está regulado por la CONSAR, en base a la calificación que la CONSAR les determine conforme al programa de capacitación y control que presenten cada año. Estas medidas, en opinión de Fitch Ratings, permiten controlar la veracidad de la información que se proporciona al trabajador, ya que tanto la CONSAR como las propias SIEFORES deben garantizar esta información para poder orientar al trabajador correctamente; es por eso que la publicidad que realicen las administradoras de fondos para el retiro debe enfocarse fundamentalmente a informar al trabajador sobre los productos y servicios de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, de la manera más clara, veraz y sencilla. Asimismo, se establecen reglas muy específicas en cuanto a la tipografía para cada tipo de medio de comunicación y a la información que se publica, permitiendo publicidad comparativa con ciertas limitaciones de información.

### **Régimen de inversión y criterios para la selección de los activos objeto de inversión.**

Cada SIEFORE determina el régimen de inversión con el que opera considerando los límites previstos en la Circular 15-19 emitida por la CONSAR. Cada una de las cinco SIEFORES Básicas cuentan con especificaciones respecto a los instrumentos y operaciones permitidas y prohibidas, así como diferentes parámetros de Riesgo.

El régimen de inversión actual aplicable a cada tipo de Siefore de acuerdo a la Circular 15-19 es el siguiente:

Resumen de límites contenidos en el Régimen de Inversión de las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos de Retiro (SIEFORES) contenidos en la Circular CONSAR 15. 

		Límites por tipo de SIEFORE Básica <sup>1</sup>				
		1	2	3	4	5
Riesgo de Mercado	Valor en Riesgo [VaR <sub>histórico</sub> (1día)]	0.6%	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%
	Renta Variable <sup>2</sup>	0%	20%	25%	35%	35%
	Instrumentos en Divisas (Dólares, Euros, Yenes u otras para índices acc.)	30%	30%	30%	30%	30%
	Derivados	Si	Si	Si	Si	Si
Riesgo de Crédito	Instrumentos mxAAA <sup>3</sup> y Gubernamental	100%	100%	100%	100%	100%
	Instrumentos mxAA-	50%	50%	50%	50%	50%
	Instrumentos mxA- y otras calificaciones inferiores autorizadas	20%	20%	20%	20%	20%
Riesgo de Concentración por emisor y/o contraparte	<b>NACIONAL</b>					
	Instrumentos mxAAA <sup>4</sup> o en Divisas BBB+	5%	5%	5%	5%	5%
	Instrumentos mxAA o en Divisas BBB-	3%	3%	3%	3%	3%
	Instrumentos mxA	1%	2%	2%	2%	2%
	Instrumentos mxBBB <sup>5</sup> o en Divisas BB	0%	1%	1%	1%	1%
	<b>INTERNACIONAL</b>					
Instrumentos extranjeros A- un solo emisor o contraparte	5%	5%	5%	5%	5%	
Sobre una misma emisión <sup>6</sup>	35%	35%	35%	35%	35%	
Otros Límites	Valores Extranjeros (en caso de ser deuda, mínimo A- )	20%	20%	20%	20%	20%
	Instrumentos Bursatilizados <sup>7</sup>	10%	15%	20%	30%	40%
	Instrumentos Estructurados <sup>8</sup>	0%	10%	15%	15%	15%
	Protección Inflacionaria <sup>9</sup>	Si (51% Min.)	No	No	No	No
Conflictos de Interés	Instrumentos de entidades relacionadas entre si	15%	15%	15%	15%	15%
	Instrumentos de entidades con nexo patrimonial con la Afore <sup>10</sup>	5%	5%	5%	5%	5%

\* : Este documento es sólo un resumen de la regulación aplicable, elaborado con fines explicativos y no normativos.

- 1- Todos los límites son porcentajes máximos respecto a los activos netos de la Siefore (salvo el de protección inflacionaria que es un mínimo). El límite de tenencia por emisión se mide respecto al monto colocado.
- 2- Incluye índices accionarios autorizados, acciones individuales que cotizan en índices autorizados de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) de emisores nacionales, obligaciones forzosamente convertibles en acciones de emisores nacionales, IPO's en la BMV de emisores nacionales de alta capitalización.
- 3- La escala de calificaciones es local para instrumentos nacionales emitidos en pesos y para el resto es escala global. La emisión debe contar al menos con dos calificaciones.
- 4- Calificación del emisor o del aval, en la proporción que corresponda. Las operaciones de reportos y derivados se computan dentro de estos límites.
- 5- La calificación aplica a deuda común. El límite también contempla: obligaciones subordinadas genéricas, las emitidas por instituciones de banca múltiple y las de corporativos especializados en infraestructura, nacionales.
- 6- Aplica a la tenencia de todas las Siefores Básicas administradas por una misma Afore, para deuda nacional o extranjera e instrumentos estructurados.
- 7- Se computan en este cajón las bursatilizaciones que cumplan con el anexo K de la Circular 15 y en ese caso se consideran emitidos por un emisor independiente.
- 8- Incluye CKDs, IPOs de emisores nacionales de baja capitalización en la BMV, acciones individuales de emisores nacionales listadas en la BMV que no cotizan en índices autorizados y FIBRAS.
- 9- Límite mínimo de inversión en activos financieros que aseguren un rendimiento igual o superior a la inflación en México.
- 10.-Límite contenido en la Ley del SAR, Art. 48, Fracción 10. Excepcionalmente se permite hasta un 10%. Para entidades financieras con nexo patrimonial el límite es 0%

Fuente: <http://www.consar.gob.mx>

Asimismo, la CONSAR establece los criterios de selección de los diferentes activos objeto de inversión de las SIEFORES, al incluir anexos con los aspectos y principios aplicables para las diferentes clases de activos, así como circulares que complementan las especificaciones del régimen de inversión.

En el caso de los índices accionarios permitidos se consideran cuatro aspectos básicos: la conformación del índice en cuanto a concentración y administración del mismo, las calificaciones del proveedor del índice, los servicios ofrecidos por el proveedor y, la documentación que soporta el cumplimiento de los criterios establecidos por el Comité de Análisis de Riesgos de la CONSAR. De igual manera, se especifican los principios aplicables para los ETF´s, los cuales giran en torno a fortalecer la seguridad de las inversiones al ofrecer transparencia en la composición y administración del vehículo de inversión (ETF´s). En la Circular 56-3 se establecen los aspectos operativos para la estructuración y operación de Notas, para la contratación de servicios de custodia, así como para acceder a los mercados internacionales.

A medida que se ha ido ampliando el esquema de inversión de las SIEFORES, la CONSAR ha tenido que revisar la normativa vigente y en algunos casos ha modificado o adicionado ciertas reglas establecidas en las circulares, con el fin de aprovechar al máximo el régimen de inversión, sin perder de vista la seguridad que debe garantizarle a los trabajadores propietarios de los activos administrados por las SIEFORES.

Durante el 2010, se modificó el régimen de inversión al reclasificarse algunos instrumentos dentro de las categorías que integra la circular 15-19, y se ampliaron los límites de inversión en renta variable permitiendo con esto la apertura a una mayor diversificación de los activos objeto de inversión.

La amplitud en los límites incluye, entre otros: el incremento del 20% al 30% en los instrumentos en divisas, el aumento en los porcentajes permitidos para valores de renta variable (en las Siefores Básicas 2, 3 y 5 fue un incremento del 5% adicional al límite, y en la Básica 4 fue un aumento del 10% adicional al límite establecido), así como una amplitud en el porcentaje que pueden invertir en valores con calificaciones en escala doméstica AA y A, incluyendo la inversión del 1% en valores con calificaciones que permita el Comité de Análisis de Riesgos, que de acuerdo al cuadro resumen publicado por la CONSAR es el nivel en escala doméstica de BBB y en escala global de BB.

La modificación al régimen de inversión de las Siefores ha permitido el desarrollo del mercado financiero mexicano, al incluir la inversión en instrumentos como por ejemplo: las acciones individuales exclusivamente que coticen en la Bolsa Mexicana de Valores, las Fibras (Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces) y CKDES (Certificados de Capital de Desarrollo) que permiten la participación de empresas de mediana y pequeña capitalización, o proyectos muy específicos y especializados. Sin embargo, se siguen manteniendo límites conservadores de diversificación, siendo el máximo porcentaje permitido el 5% por emisor, siempre y cuando posea calificación en escala nacional de AAA o en escala global de BBB+. Dicho límite se va contrayendo, conforme van disminuyendo las calificaciones de los emisores.

Fitch Ratings considera que, si bien estos instrumentos especializados conllevan un riesgo alto, la participación en éstos se encuentra delimitada por los porcentajes permitidos, las políticas de recomposición de cartera, los procesos de selección del Comité de Análisis de Riesgos de la CONSAR para valores como ETF's e índices accionarios, y además se enmarca dentro del horizonte de inversión que poseen las Siefores, el cual es de muy largo plazo, viéndose restringida la incursión de las Siefores Básicas 1 por estar dirigidas a personas mayores a 56 años.

En consideración a los cambios observados a lo largo de los años en el régimen de inversión de las Siefores, Fitch esperaría que dicho régimen continúe expandiéndose en la búsqueda de un mayor retorno a los trabajadores, y permitiendo la participación de un mayor número de emisores, incrementando con ello la diversificación de los portafolios.

## Conclusiones

Como se puede observar a través de lo descrito en este reporte, la normatividad aplicable a las AFORES y SIEFORES es extensa y detallada, buscando una mayor transparencia con respecto a la operación de dichas instituciones, y en opinión de Fitch Ratings, cubre los aspectos fundamentales para una plataforma regulatoria base que permita la apropiada administración de los recursos de los trabajadores. Es relevante destacar los temas complejos que abarca, tales como la Administración Integral de Riesgos, las operaciones con derivados y el régimen de inversión detallado para cada tipo de Siefore, el cual incluye la metodología uniforme para el cálculo del Valor en Riesgo, así como los límites para esta medición por tipo de Siefore.

Fitch Ratings considera que la regulación continuará expandiéndose, incrementando su precisión y detalle, conforme vayan incursionando las SIEFORES en valores más especializados o de emisores con características más específicas, tal como se observó en el caso de los ETF's, Fibras, CKDES, entre otros; siempre buscando otorgar a los trabajadores un mayor rendimiento, y asumiendo al mismo tiempo el menor riesgo posible para la consecución de dicho objetivo.

De igual manera, Fitch Ratings recalca la importancia de la CONSAR, al ser el encargado de proteger los ahorros para el retiro de los trabajadores, y la responsabilidad que conlleva el regular la administración y operación diaria de los principales inversionistas institucionales del país.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://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.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, 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 contactos. 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.