Feller Rate
Calificadora de Riesgo

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
23/02/2017 11:55 AM m.manzano
54529

INFORME DE CALIFICACIÓN

FONDO CERRADO DE INVERSION INMOBILIARIA PIONEER

FEBRERO 2017

Feller Rate
Calificadora de Riesgo | Dominicana

FONDO CERRADO DE INVERSIÓN INMOBILIARIA PIONEER

INFORME DE CALIFICACION – FEBRERO 2017

	Ene. 2017	Feb. 2017
Cuotas	BBBfa (N)	BBBfa (N)

** Detalle de clasificaciones en Anexo*

Emisión de cuotas

En millones de pesos dominicanos

	Dic.15	Dic.16
Activos administrados	252	747
Patrimonio	248	734
Valor Nominal Cuota*	1.020,4	1.059,4
Rentabilidad Cuota Mensual Acumulada**	2,0%	9,1%
Dividendos por Cuota***	0	52,2
N° de Cuotas (miles)	243	693

** Cifras en pesos.*
***Con dividendos*, a diciembre de 2015 respecto al inicio, a diciembre de 2016 respecto al cierre del año anterior.
*** Acumulados en el año.

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
23/02/2017 11:55 AM m.manzano
54529

Fundamentos

El Fondo Cerrado de Inversión Inmobiliaria Pioneer se orienta a la inversión directa en bienes inmuebles ubicados en República Dominicana, con el propósito de generar ingresos con el arriendo de éstos.

La calificación "BBBfa (N)" asignada al fondo se fundamenta en una cartera que se encuentra en proceso de inversión, con una alta generación de flujos, que ha permitido el pago trimestral de dividendos, y una rentabilidad desde su inicio positiva y superior a fondos comparables. Asimismo, incorpora la gestión de Pioneer SAFI, que posee un buen nivel de estructuras y políticas para la administración de los fondos, con un equipo que tiene un buen nivel para un correcto manejo de recursos de terceros, junto con la experiencia de los accionistas en la industria dominicana. En contrapartida, considera la moderada diversificación de cartera, la participación en la industria inmobiliaria, altamente sensible a los ciclos económicos, y el mercado incipiente de fondos en República Dominicana.

El sufijo (N) indica que se trata de un fondo con menos de 36 meses de funcionamiento.

El Fondo es manejado por Pioneer Sociedad Administradora de Fondos, S.A., calificada en "Aaf" por Feller Rate. Durante diciembre de 2016, se colocó la ampliación de la primera emisión por un valor de RD$ 479 millones, colocando en total el programa 692.972 cuotas, con un patrimonio neto de RD$ 734 millones, representando cerca de un 30% del total manejado por fondos de similar orientación.

La cartera está en proceso de formación, al cierre de diciembre de 2016 un 29% de la cartera se formaba por inversiones inmobiliarias y un 71% por certificados financieros de entidades nacionales.

La diversificación de la cartera es moderada, en línea con el periodo de inversión. La cartera inmobiliaria está formada por un edificio de 3 pisos ubicado en Punta Cana, con 13 locales comerciales. En enero 2017 el fondo materializó la compra de un nuevo inmueble en la ciudad de Santo Domingo.

El Fondo cuenta con un periodo pre-operativo de 6 meses y hasta 2 años para cumplir con los límites de diversificación estipulados. La administradora espera formar una cartera con entre 10 a 20 bienes raíces, ubicados en las principales ciudades del país, en las zonas de mayor interés corporativo y comercial de alto tránsito, como también en las zonas turísticas.

No existe limitación definida respecto de la industria en la cual se desempeñen los arrendatarios y la locación geográfica de los bienes del Fondo. No obstante, según lo señalado en el reglamento interno, se espera una mayor concentración en el sector comercial de Santo Domingo.

El fondo tiene flujos periódicos provenientes de los arriendos de los locales comerciales, lo que ha permitido repartir dividendos trimestrales desde marzo de 2016.

El fondo ha mantenido un nulo endeudamiento financiero. El reglamento interno señala que puede endeudarse hasta por un máximo de 50% de activo, con un financiamiento particular de un máximo de 50% del valor del inmueble adquirido.

La metodología de Feller Rate señala que el fondo debe tener 36 meses de operaciones para medir la rentabilidad de manera concluyente. No obstante, la rentabilidad acumulada desde el inicio, incluyendo dividendos, alcanza un 11,4%.

La duración del fondo es de 10 años, con término en julio de 2025, tiempo apropiado para recibir los flujos de los negocios inmobiliarios, incorporar nuevos contratos y preparar de manera correcta su liquidación.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- Completo marco legal que regula de manera Cartera en proceso de inversión, que cumple con sus objetivos.
- Alta generación de flujos, que ha permitido el pago trimestral de dividendos.
- Rentabilidad desde su inicio positiva y superior a fondos comparables
- Gestión de Pioneer SAFI, con un buen nivel de estructuras y políticas para la administración de los fondos que permite un correcto manejo de recursos de terceros, junto con la experiencia de los accionistas en la industria dominicana.

Riesgos

- Moderada diversificación de cartera.
- Riesgo inherente al negocio inmobiliario, altamente sensible a los ciclos económicos.
- Mercado incipiente de fondos en República Dominicana.

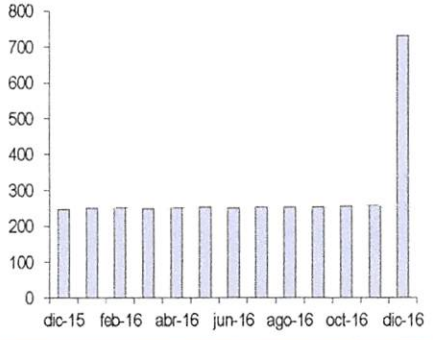
Analista: Esteban Peñailillo M.
esteban.penailillo@feller-rate.cl
(56) 22757-0474

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Cuotas	BBBfa (N)

Evolución patrimonio neto

Millones de pesos dominicanos



Resumen cartera inversiones fondo

	Dic.15	Dic. 16
Inversión Inmobiliaria	80,7%	28,1%
Notas de Renta Fija	7,8%	0,0%
Bonos Corporativos	4,0%	0,0%
Certificados Financieros	1,4%	68,8%
Caja y Otros	6,1%	3,1%
Total Activos	**100,0%**	**100,0%**

OBJETIVOS DE INVERSION

Fondo orientado a la inversión en activos inmobiliarios en República Dominicana.

Objetivos de inversión y límites reglamentarios

El Fondo Cerrado de Inversión Inmobiliaria Pioneer estará orientado a la inversión directa en inmuebles ubicados en República Dominicana, con el propósito de generar ingresos con el arriendo de éstos.

Adicionalmente, el Fondo podrá invertir en valores representativos de deuda emitidos por el Estado Dominicano o por organismos multilaterales de los cuales República Dominicana sea miembro, inscritos en el Registro del Mercado de Valores y Productos de la Superintendencia de Valores, en pesos dominicanos, o en dólares americanos según decisión de la administradora, y en depósitos a plazo y/o certificados financieros de entidades financieras del Sistema Financiero nacional.

Entre otros límites relevantes, el reglamento interno del Fondo establece:

- Al menos el 90% de los activos del Fondo deberá estar invertido en inmuebles objetivo de inversión.
- La concentración máxima de inversión por bien inmueble será hasta 50% del patrimonio del Fondo. Además el reglamento señala otros límites según el tipo de inmueble, en donde destaca la nula exposición en inmuebles residenciales.
- Las inversiones de renta fija deben tener calificación de riesgo grado de inversión ("BBB" o superiores).
- El fondo debe mantener una reserva de liquidez de, a lo menos, 5% y, a lo más, de 20% de los activos totales. Estas inversiones deben mantenerse en instrumentos con clasificación superior a BBB.
- La concentración máxima en un emisor será de hasta un 20% de los activos del Fondo, exceptuando emisiones del Gobierno Central, Banco Central de República Dominicana u otros emisores con garantía solidaria del Estado Dominicano.
- La exposición máxima en Depósitos a Plazo y/o Certificados de depósitos es máximo 20% del fondo, y en el caso de los Fideicomisos de Oferta Publica es de un 25%.

El reglamento establece un plazo pre-operativo de 6 meses, ampliable hasta 24 meses para formar un portafolio que cumpla con los límites reglamentarios.

EVALUACION DE LA CARTERA DEL FONDO

Cartera en proceso de formación.

Características del fondo

El Fondo Cerrado de Inversión Inmobiliaria Pioneer establece una emisión total de RD$ 2.200 millones, correspondiente a 2.200 mil cuotas, con un valor nominal inicial de RD $ 1.000 cada una. Se contemplan emisiones múltiples en un plazo de 3 años.

En julio de 2015, el fondo inició su programa colocando la primera emisión por RD$ 243 millones, equivalentes a 242.972 cuotas.

Durante diciembre de 2016, se colocó la ampliación de la primera emisión por un valor de RD$479 millones, emitiendo en total el programa 692.972 cuotas, con un patrimonio neto de RD$ 734 millones, representando al cierre de diciembre de 2016, cerca de un 30% del total manejado por fondos de similar orientación.

Maduración de la cartera en el mediano plazo

El Fondo formará su cartera con inmuebles para alquiler de naturaleza corporativa, oficinas, industrial o comercial, ubicados en República Dominicana.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Cuotas	BBBfa (N)

El Fondo tiene un periodo pre-operativo de 6 meses, donde invertirá sus recursos en cuentas corrientes, depósitos a plazo y/o en Certificados Financieros de entidades bancarias de República Dominicana, con clasificación de riesgo "BBB" o superior. Luego, tiene 24 meses para cumplir con los límites de diversificación estipulados en el reglamento interno.

Además, la cartera puede mantener hasta un 20% en instrumentos de oferta pública, de acuerdo a lo señalado en su reglamento.

Moderada diversificación de cartera

La cartera del Fondo deberá contar con al menos 2 proyectos, dado el límite reglamentario de 50% del patrimonio máximo por inmuebles. Sin embargo, la administradora espera formar una cartera con entre 10 a 20 bienes raíces, ubicados en las principales ciudades del país, en las zonas de mayor interés corporativo y comercial de alto tránsito, como también en las zonas turísticas.

No existe limitación definida respecto de la industria en la cual se desempeñen los arrendatarios y la locación geográfica de los bienes del Fondo. No obstante, según lo señalado en el reglamento interno, se espera una mayor concentración en el sector comercial de Santo Domingo.

Al cierre de diciembre de 2016, un 29% de la cartera se formaba por inversiones inmobiliarias y un 71% por certificados financieros de entidades nacionales.

La diversificación de la cartera es moderada, en línea con el periodo de inversión. La cartera inmobiliaria está formada por un edificio de 3 pisos ubicado en Punta Cana, con 13 locales comerciales. El inmueble mantiene 9 inquilinos, con una duración promedio de contratos de arriendo de 6,5 años. Su principal arrendatario concentra el 51% de los ingresos por renta. Al cierre de diciembre 2016 el inmueble mantenía una vacancia de 3,1%.

A comienzos de enero de 2017 la administradora materializó la compra de un nuevo inmueble denominado "Ginaka 2.0", con una superficie de 1.233 mt2, ubicado en Avenida Núñez de Caceres, sector Bella Vista de la ciudad de Santo Domingo.

En opinión de Feller Rate la diversificación por activos es moderada pero coherente con la etapa de formación de cartera en que se encuentra.

Buena generación de flujos y nulo endeudamiento financiero

El fondo cuenta con flujos periódicos provenientes de los arriendos de los locales comerciales de la cartera, pudiendo repartir dividendos trimestrales desde marzo de 2016. A diciembre de 2016, dada la reciente colocación, se observa una alta liquidez de los instrumentos.

Al cierre de 2016, los pasivos del fondo alcanzaron un 1,7% del patrimonio y correspondían principalmente a depósitos por arrendamiento anticipado y dividendos por pagar.

Durante el tiempo de funcionamiento del fondo, éste no ha exhibido endeudamiento financiero, pese a que el reglamento interno señala que el fondo puede endeudarse hasta por un máximo de 50% de activo, con un financiamiento particular de un máximo de 50% del valor del inmueble adquirido.

Por otra parte, el reglamento establece que la tasa de interés máxima a pagar por el fondo será de 15% anual en caso que el financiamiento sea en Dólares de los Estados Unidos o 30% en el caso que el financiamiento sea en Pesos Dominicanos, sin embargo este nivel máximo, según sea la moneda del financiamiento respectivamente, podría ser revisado por la Asamblea General de Aportantes, y luego de aprobado por dicha Asamblea modificado en el Reglamento Interno y el Prospecto y sometido a la SIV para su aprobación.

Rentabilidad de la cuota

La metodología de Feller Rate señala que el fondo debe tener 36 meses de operaciones para medir la rentabilidad de manera concluyente.

Sin embargo, la rentabilidad acumulada mensual, con dividendos, desde el inicio, alcanza un 11,4%, superior a lo observado en fondos comparables.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Cuotas	BBBfa (N)

Duración de la cartera apropiada al término del mismo

La duración del fondo es de 10 años, con término en julio de 2025, tiempo apropiado para recibir los flujos de los negocios inmobiliarios, incorporar nuevos contratos y preparar de manera correcta su liquidación.

ASPECTOS RELEVANTES DE LA ADMINISTRADORA PARA LA GESTIÓN DEL FONDO

Administradora posee un buen nivel de estructuras y políticas para la gestión de fondos.

El Fondo es manejado por Pioneer Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. (Pioneer SAFI).

La administración general de Pioneer Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. se encuentra en sus socios gestores, que se distribuyen entre el Consejo de Directores, funciones de Presidencia y Gerencia de Inversiones.

El Consejo de Administración es responsable del cumplimiento de los propósitos y objetivos de la sociedad, definiendo los lineamientos estratégicos, valores e implementando un buen sistema de gobierno corporativo.

El Comité de Cumplimiento y Administración de Riesgos actúa como asesor del Consejo de Administración en todo lo relativo a gobierno corporativo. Además, vigila y evalúa periódicamente la aplicación de las políticas de cumplimiento regulatorio.

El Comité de Auditoría debe controlar que las actividades de la administradora sean realizadas de conformidad con las leyes y normas dictadas por las autoridades competentes.

El Presidente-Gerente General es el encargado de la realización del plan estratégico de la administradora, diseñado por el Consejo de Directores. Además, debe dirigir y gestionar los recursos de la administradora, velar por el cumplimiento del presupuesto general de ingresos y gastos y asegurar que se ejecute el plan de mercadeo, promoviendo el desarrollo y crecimiento de la cartera de productos.

El Vicepresidente Ejecutivo-Gerente de Inversiones debe apoyar y gestionar el desarrollo de los productos financieros, promover el portafolio de productos y servicios de la administradora, preparar el plan de mercadeo, tener una gestión efectiva con los clientes y hacer cumplir las políticas generales de la administradora.

Adicionalmente, la administradora cuenta con un Ejecutivo de Control Interno que debe controlar el nivel de cumplimiento de las operaciones, junto al de las leyes, normativas y reglamentos aplicables a cada área.

Dentro de las funciones del Gerente de Gestión de Riesgos se encuentra el analizar, controlar y gestionar los riesgos de mercado, liquidez, crediticio y operacional entre otros. Complementariamente, debe monitorear el cumplimiento de las disposiciones contenidas en el Manual de Políticas y Gestión de Riesgos, así como el cumplimiento con las leyes, normas, y reglamentos que regulan al sector y los requisitos establecidos por las entidades supervisoras.

Quien está a cargo de las operaciones de la administradora, controlando que éstas se realicen cumpliendo con las normativas, leyes y reglamentos, establecidos por las entidades supervisoras como por Pioneer SAFI, es el Gerente de Operaciones.

El encargado de ejecutar las operaciones de los fondos es el Administrador del Fondo, quien además desarrolla y planifica la implementación de políticas y estrategias de los fondos.

El Analista de Inversiones debe dar seguimiento a las inversiones y a los desempeños de los fondos, asegurando el cumplimiento de los procedimientos internos y la normativa vigente. Además, debe evaluar el mercado local e internacional para analizar potenciales oportunidades para generar negocios.

El Oficial de Administración y Finanzas se encarga de los procesos administrativos, donde debe gestionar y velar por el cumplimiento de estos procesos. Entre otras responsabilidades se encuentra la preparación del presupuesto de gastos generales y administrativos, la autorización y

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Cuotas	BBBfa (N)

ejecución de las compras y el soporte a los puestos directivos y gerenciales en la gestión del personal.

Feller Rate considera que la administradora posee diversos manuales de funcionamiento y operación y una buena estructura para la correcta gestión de recursos bajo administración, lo que se ha traducido en una adecuada administración de los fondos gestionados.

Valorización cartera de inversiones

La valorización de las inversiones se realiza conforme a la normativa vigente, estableciendo la metodología en el reglamento interno.

Los bienes raíces del Fondo se valorizarán anualmente al menor valor que resulte de la comparación entre el valor por una valoración financiera y el valor de una tasación comercial efectuada por una entidad tasadora al 31 de diciembre de cada año. La valorización financiera se realizará en base a los flujos futuros razonablemente proyectados de los contratos de alquiler, descontados a una tasa de descuento.

Las inversiones en instrumentos de oferta pública del Fondo serán valorizados de manera diaria mediante información proveniente de la Bolsa de Valores de República Dominicana.

Políticas de evaluación de inversiones y construcción de portfolios

Tanto los instrumentos elegibles como los límites de inversión se encuentran establecidos en el reglamento interno y en la política de administración de fondos. El Fondo podrá invertir en inmuebles que tengan bien identificados sus registros de títulos de propiedad, su ubicación precisa, tamaño, colindancias y límites de propiedad. Además, deben estar libres de toda carga o gravamen, no tener reclamos de herencia, ni ocupación de los terrenos.

Los criterios de selección estarán separados por bienes raíces y por inquilinos. Los inmuebles se evaluarán según su diversificación geográfica, limitado a las principales zonas urbanas del país, así como algunas zonas turísticas, y para los arrendatarios se dará preferencia a empresas u organismos que puedan demostrar su solvencia económica y sean líderes en sus respectivos mercados.

El Comité de Inversiones tomará la decisión de invertir en los activos, en base a los méritos de la misma inversión y la situación del Fondo al momento de la transacción. Adicionalmente, se considerará el análisis de los ingresos y gastos que generaría el inmueble para determinar la rentabilidad y flujos de efectivo potenciales de la propiedad.

El Comité sesiona al menos una vez por mes y está formado por tres miembros con experiencia en el rubro financiero, tal como establece la normativa.

Por otra parte, el administrador del fondo es el encargado de ejecutar las decisiones tomadas por el Comité de Inversión, de acuerdo a los lineamientos y políticas de inversiones del Fondo.

En opinión de Feller Rate, se observan políticas apropiadas para la gestión del Fondo. Asimismo, se observa la presencia y actuación de ejecutivos y personas con experiencia en el mercado inmobiliario.

Riesgo contraparte operacional

La administradora subcontrata a empresas especializadas, tanto para los procesos previos a la compra de un inmueble, como para el equipamiento, la comercialización y el mantenimiento. Estas empresas tienen una reconocida trayectoria y cuentan con profesionales inscritos en los colegios profesionales respectivos, además de tener capacidad financiera suficiente para realizar los servicios contratados.

Políticas sobre conflictos de interés

La administradora establece en su "Normas Internas de Conducta" distintos mecanismos y procedimientos destinados a evitar, minimizar y solucionar eventuales conflictos de interés. Todo lo anterior de forma consistente con las normas establecidas por el Consejo Nacional de Valores de República Dominicana para los administradores de fondos y la gestión de los mismos. Entre otros aspectos se establecen:

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

Cuotas	BBBfa (N)

- Mecanismos de control interno tanto para la administradora como para los fondos manejados, junto con un responsable de aplicarlos, el Ejecutivo de Control Interno.
- Comité de Vigilancia o Representantes de Aportantes para verificar que la administradora y los fondos cumplen con la normativa, los reglamentos y que gestionan de forma adecuada los recursos, pudiendo incluso proponer en caso necesario el reemplazo de la administradora.
- Se prohíben las operaciones entre la administradora y los fondos manejados.
- Se establecen las restricciones para una adecuada gestión y manejo de información privilegiada por parte de empleados, integrantes del comité de inversiones y todas las personas relacionadas a éstos.
- Se detalla el régimen de sanciones internas por incumplimiento de estas normas.

En opinión de Feller Rate, el marco legal y las Normas Internas de Pioneer SAFI, implican una adecuada guía y establece controles suficientes para evitar y manejar los eventuales conflictos de interés que pueden surgir respecto de la gestión de fondos.

Adicionalmente, Pioneer Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. posee diversos manuales para su funcionamiento y su operación, y de manera de cumplir con nueva norma R-CNV-2015-35-MV, la administradora se encuentra trabajando en el manual de Políticas y Gestión de Riesgos.

PROPIEDAD

Propietarios con amplia experiencia y conocimiento del sector financiero.

La administradora fue constituida en 2005, pero con inicio de operaciones en 2011, con la visión de entregar un abanico de oferta de inversión al mercado local, a través de diferentes fondos de inversión.

La administradora es propiedad en un 35% de Coral Sands Properties, Ltd. (relacionada a la sociedad Henla, S.A., de los hermanos León Asencio), 35% Grupo Estiva, Inc. (ligado a grupo empresarial José Diez Cabral) y 30% a Pioneer Holding Company, Inc., propiedad de los socios gestores de la administradora (Héctor Garrido y Yamil Isaías).

Amplia experiencia en el sector financiero

Los accionistas de la administradora poseen amplia experiencia en la industria financiera de República Dominicana, han pertenecido o están relacionados a distintos agentes del mercado dominicano.

Además, a juicio de Feller Rate tienen un apropiado acceso a financiamiento propio o de terceros en caso de ser necesario.

Los socios gestores, Héctor Garrido y Yamil Isaías, concentran su actividad actual en la gestión de la administradora.

Alta importancia estratégica de la gestión de fondos

La administradora maneja el primer fondo aprobado y colocado en República Dominicana, el Fondo Nacional Pioneer United Renta Fija, que se orienta a la inversión en instrumentos de renta fija, concentrado en instrumentos del Banco Central y del Ministerio de Hacienda de República Dominicana. Adicionalmente, en julio de 2015, la administradora inició el programa de emisión del Fondo Cerrado de Inversión Inmobiliaria Pioneer, primer fondo inmobiliario del país, orientado a la renta.

Por otra parte, la SIV aprobó el Fondo Cerrado de Desarrollo de Sociedades Pioneer, el que no ha iniciado su colocación.

Dada la importancia estratégica de sus propietarios, se proyecta un importante desarrollo y crecimiento.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

	Feb. 2015	Oct-15	Ene-16	Abr-16	Jul-16	Oct-16	Ene-17	Feb-17
Cuotas	BBBfa (N)	BBBfa (N)	BBBfa (N)	BBBfa (N)	BBBfa (N)	BBBfa (N)	BBBfa (N)	BBBfa (N)

Nomenclatura

La calificación se hace en una escala ordenada con un grado creciente de riesgo.

Categorías de Riesgo Crédito:

- AAAfa: Cuotas con la más alta protección ante pérdidas y que presentan la mayor probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.
- AAfa: Cuotas muy alta protección ante pérdidas y que presentan una muy buena probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.
- Afa: Cuotas alta protección ante pérdidas y que presentan una buena probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.
- BBBfa: Cuotas suficiente protección ante pérdidas y que presentan una razonable probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.
- BBfa: Cuotas baja protección ante pérdidas y tienen una baja probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión.
- Bfa: Cuotas muy baja protección ante pérdidas y que muy probablemente no cumplirán con sus objetivos de inversión.
- Cfa: Cuotas muy variables y expuestas a pérdidas y/o no cumplirán con sus objetivos de inversión.

+ o -: Las calificaciones entre AAfa y Bfa pueden ser modificadas al agregar un símbolo + (más) o - (menos) para destacar sus fortalezas o debilidades dentro de cada categoría.

Aquellos fondos de renta variable nuevos, o con poca historia como para realizar un análisis completo, se distinguen mediante el sufijo (N).

Categorías de Riesgo de Mercado

M1: Cuotas con la más baja sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado.

M2: Cuotas con moderada a baja sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.

M3: Cuotas con moderada sensibilidad frente a cambios en las condiciones de mercado.

M4: Cuotas con moderada a alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

M5: Cuotas con alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

M6: Cuotas con muy alta sensibilidad a cambios en las condiciones de mercado.

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.