

Panamá, 26 de julio de 2021

Señores  
Bolsa de Valores de Panamá  
Avenida Federico Boyd, Edificio BVP  
Bella Vista, Panamá

Referencia: Envío de Informe de calificación ARROW CAPITAL  
Attn. Lcda. Anyelis Marrero

Estimados:

Con la presente, informamos a la Bolsa de Valores de Panamá que el Comité de Calificación de Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. se reunió hoy 26 de julio de 2021 para tratar la Calificación de Instrumentos de ARROW CAPITAL.

Al respecto, nos permitimos anexar el citado Informe de Calificación que se explica por sí solo.

Sin más por el momento.

Saludos Cordiales,



Juan Manuel Martans  
General Manager

## INFORME DE CALIFICACIÓN\*

Sesión de Comité:  
26 de julio de 2021

### 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](mailto:ana.carrizo@moodys.com)

Linda Tapia  
Analyst  
[linda.tapia@moodys.com](mailto:linda.tapia@moodys.com)

Jesus D. Castro  
Associate Analyst  
[jesus.castro@moodys.com](mailto:jesus.castro@moodys.com)

#### SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

## Arrow Capital, Corp.

### Resumen

Moody's Local mantiene la categoría BBB.pa 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. De igual forma asigna la categoría BBB.pa a la serie J por US\$15.0 millones próxima a emitirse bajo el mismo programa.

Las calificaciones asignadas se sustentan en la estructura de las Emisiones, las mismas que contemplan la cesión de bienes inmuebles custodiados por el Fideicomiso de Garantía que deben cubrir en todo momento 1.35 veces el saldo en circulación de la deuda, 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 que deben representar en todo momento por lo menos el 80% del valor de reposición de los bienes inmuebles hipotecados, 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 2021, mantiene fondos en la Cuenta de Concentración y en la Cuenta de Reserva por US\$2.3 millones, los mismos que permiten cubrir el Servicio de Deuda Garantizada de Arrow en los siguientes tres meses. Adicionalmente, se retira la presión a las calificaciones asignadas, considerando que los flujos que ingresan al fideicomiso de garantías no se han visto afectados en ningún momento, debido a que Tova, S.A., Originador de los flujos cedidos al Fideicomiso para el pago de la deuda de Arrow, y perteneciente al mismo grupo económico del Emisor, continuó pagando la totalidad de los cánones de alquiler durante el período en que se mantuvieron cerradas las tiendas.

No obstante lo anterior, al corte de análisis, limita poder asignar una mayor calificación el entorno desafiante en el que se desenvuelve el Originador de los Flujos, considerando que la pandemia es un evento en curso. Adicionalmente, la generación de Tova en el año fiscal 2020 se vio afectada por las medidas adoptadas por el Gobierno de Panamá a fin de contener la propagación de la pandemia COVID 19 en el país, las cuales conllevaron al cierre temporal de sus tres cadenas de tiendas desde el 20 de marzo de 2020 hasta principios del mes de agosto, periodo en el cual abrieron inicialmente 10 tiendas bajo el formato de minisúper y bajo la modalidad de comercio electrónico con servicio de entregas a domicilio. Cabe resaltar que, pese a las nuevas medidas de cuarentena establecidas por el Gobierno durante el mes de enero, lo cual incluyó el cierre del comercio al por menor, Tova mantuvo 16 de las 21 tiendas abiertas bajo el formato de minisúper y comercio electrónico, permitiéndoles generar ingresos durante el mes de enero, aunque un 50% por debajo de lo habitual, pero con menores costos de operación. A pesar de la reapertura de todas las tiendas el 1 de febrero de 2021, se espera que la recuperación sea lenta debido a una menor demanda en los productos considerados no esenciales, dada la disminución en la confianza del consumidor y la baja en su poder adquisitivo, producto del gran número de contratos suspendidos y el mayor nivel de desempleo en el país. Limita además el endeudamiento financiero que ha mantenido a lo largo de los últimos ejercicios evaluados la Compañía incorporando como componente de deuda, además del financiamiento bancario, los alquileres anuales que debe pagar el Originador.

Es importante señalar que existe un acuerdo de confidencialidad entre Moody's Local y Arrow Capital a fin de no revelar las cifras de Tova, SA., por lo que las mismas no han sido incluidas dentro del presente informe de calificación. Moody's Local 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.

### 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 2021 y 2022.
- » 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.
- » Ajuste en el Flujo de Efectivo del Originador que genere incumplimiento sobre el pago de alquileres al Emisor.

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- » Ninguna.

### Indicadores Clave

Tabla 1

#### Arrow Capital, Corp.

	Mar-21 LTM	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Activos (US\$ Miles)	199,680	200,644	202,558	193,306	179,472
Utilidad Neta (US\$ Miles)	40	42	2	22	(41)

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

#### Global Financial Funds

	Mar-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18	Jun-17
Activos (US\$ Miles)	13,226.2	10,431.7	9,363.3	2,352.4	1,432.5
Utilidad Neta (US\$ Miles)	493.8	846.7	574.0	933.8	508.6
ROAA	4.21%	8.55%	9.80%	48.65%	43.38%
ROAE	4.80%	8.76%	10.04%	52.94%	52.63%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 3

## Resguardos de la Emisión

	Mar-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital Series A y B > 135%	251%	247%	232%	218%	205%
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital Series D, E, F, G, H e I > 135%	157%	155%	90%	168%	-
Cobertura de Flujos sobre el Servicio de Deuda Series A y B >1.2x*	>1.2x	>1.2x	>1.2x	>1.2x	>1.2x
Cobertura de Flujos sobre el Servicio de Deuda Series D, E, F, G, H e I >1.0x*	>1.0x	>1.0x	>1.0x	>1.0x	-
Pólizas cedidas / Valor de reposición de inmuebles Series A y B > 80%*	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%
Pólizas cedidas / Valor de reposición de inmuebles Series D, E, F, G, H e I > 80%*	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%

\* El Fiduciario no proporcionó cálculo, sólo certificó que está en cumplimiento con el resguardo.

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

## Generalidades

### Descripción de la Estructura

Arrow Capital mantiene registrados dos Programas de Bonos, los cuales cuentan con distintas Series emitidas, entre Bonos Corporativos y Bonos Subordinados. Los Bonos calificados por Moody's Local corresponden a las Series A, B, C, D, E, F, G, H e I del Segundo Programa, cuyas características se detallan en el Anexo II. Las Series de Bonos emitidas bajo el Primer y el Segundo Programa, exceptuando aquellas que corresponden a los Bonos Subordinados, cuentan con estructuras similares. En primer lugar, los inversionistas (tenedores de los Bonos) proveen de recursos al Emisor al momento de adquirir los mismos. Luego, Arrow Capital distribuye los fondos recaudados hacia sociedades del mismo Grupo Económico bajo la figura de un Préstamo a Partes Relacionadas. Estas mismas compañías son las que han cedido sus derechos de recibir los cánones de arrendamiento por aquellas propiedades que le arrienda a Tova, S.A., razón por la cual estas compañías se convierten en los Fideicomitentes Garantes. Resulta positivo dentro de la estructura la existencia de un Fideicomiso de Garantía que administra y custodia todos los bienes hipotecados por las compañías afiliadas, para beneficio de los tenedores de los Bonos en caso de que exista algún tipo de incumplimiento por parte del Emisor. Mayor detalle sobre la estructura se detalla en el Anexo III.

Al 31 de marzo de 2021, el Emisor registra Bonos por US\$197.4 millones, entre Corporativos y Subordinados. El Primer Programa de Bonos por US\$150.0 millones fue efectuado con la intención de realizar inversiones y cubrir necesidades de expansión corporativa del Grupo Tova. En cambio, las Series del Segundo Programa de Bonos Rotativos, hasta por US\$500.0 millones, mantiene como objetivo el pago de los vencimientos de las Series contempladas dentro del Primer Programa y a su vez financiar expansiones futuras. Cabe resaltar que en el año 2021 vencen las cuotas balloon de las Series A y B por US\$7.5 millones cada una, las mismas que fueron redimidas en su totalidad en el mes de junio de 2021 (la A a su vencimiento y la B anticipadamente) con fondos propios. El Emisor está en proceso de emitir una nueva serie (Serie J) por US\$15.00 millones para recuperar el capital usado en la cancelación de las series A y B. Esta nueva emisión tendrá un plazo de 7 años con amortización bullet y tendrá las mismas garantías (bienes inmuebles, flujos de arrendamiento mensual y pólizas de seguro) y resguardos que las series D,E,F,G,H e I, (cobertura de 135% sobre valor de mercado para hipotecas y cobertura de 1.00x de flujos sobre servicio de deuda).

### Entidades Participantes

El Emisor – Arrow Capital Corp.

Arrow Capital Corp. se constituyó el 20 de septiembre de 2012, con el objetivo de servir como un vehículo jurídico para emitir valores de deuda en el mercado público de valores, por lo que no tiene operaciones comerciales. En este sentido, su actividad consiste en extenderle facilidades de crédito a empresas relacionadas, quienes tienen como negocio el arrendamiento de inmuebles (tiendas y locales comerciales) a la empresa relacionada Tova, S.A., así como a otras empresas dentro del mismo Grupo Económico.

El Fiduciario – Global Financial Funds

La estructura de la Primera y Segunda Emisión de Arrow Capital involucra a Global Financial Funds (subsidiaria de Global Bank Corporation) como Fiduciario de las Series de Bonos Corporativos. Como tal, dicha empresa se encarga de gestionar los bienes cedidos por el Emisor, además de ejercer el debido monitoreo acerca del valor de estos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes.

El Originador – Tova, S.A.

Tova, S.A. es una compañía que se dedica principalmente a la compra y venta de mercancía seca al detal. Específicamente, mantiene como core de negocio la venta de ropa, calzados, cosméticos, artículos para el hogar, perfumes, juguetes, accesorios, mueblería, entre otros productos, todos orientados a diversos segmentos de la población. Además, Tova cuenta con cadenas de tiendas por departamento, las cuales venden todos los productos señalados anteriormente. Como parte del proceso de calificación de riesgo de las Series de Bonos emitidos por Arrow Capital, Moody's Local revisó las cifras financieras de Tova, S.A., con el objetivo de validar la capacidad de pago que

existe detrás del Originador de los flujos. Adicionalmente, Moody's Local realizó un proceso de debida diligencia a esta compañía para determinar su sostenibilidad hacia futuro, así como para comprobar la fortaleza financiera detrás de las garantías cedidas al Fideicomiso. Lo anterior resulta necesario debido a que Tova, S.A. es quien realiza el pago de los arrendamientos cedidos a los Fideicomisos. Como resultado de la revisión, Moody's Local valida que Tova, S.A. cuenta con una adecuada fortaleza financiera y un modelo de negocio sostenible en el tiempo. Sin embargo, se mantiene como un riesgo inherente a la operación la sensibilidad del sector retail ante cambios adversos en las condiciones económicas, riesgo que se ha materializado en las cifras del Originador, resultando en un detrimento de las ventas. Debido a acuerdos de confidencialidad entre Arrow Capital y Moody's Local, no se revelarán cifras correspondientes a Tova, S.A. o de alguna de sus compañías afiliadas. El Estado de Emergencia Nacional y la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país, implicó el cierre de establecimientos comerciales no relacionados a la venta de productos alimenticios o medicamentos en todo el país. En este sentido, es importante mencionar que todas las tiendas de Tova se mantuvieron cerradas desde el 20 de marzo hasta fines de agosto de 2020.

### Desarrollos Recientes

Como hecho de importancia, Arrow Capital redimió en el mes de junio las Series A y B del Programa Rotativo de Bonos Corporativos un total de US\$15 millones con fondos provenientes de aportes de accionistas. La Serie A fue redimida a su vencimiento mientras que la Serie B fue redimida anticipadamente.

El Estado de Emergencia Nacional y la Cuarentena Total decretada por el Gobierno de Panamá a fin de contener la rápida propagación del COVID-19 en el país, incluyendo el cierre de establecimientos comerciales no relacionados a la venta de productos alimenticios o medicamentos en todo el país, por un período aproximado de seis meses, afectó el crecimiento de la economía panameña en el 2020, así como el desempeño de diversos sectores de la economía, entre ellos el comercial, hotelería, restaurantes y aviación. Como resultado, el PIB de Panamá se contrajo en un 17.9% durante el 2020 y el índice de desempleo aumentó a 18.5% desde 7.1% en 2019.

Posteriormente, producto del aumento significativo en contagios, el Gobierno restableció medidas de Cuarentena durante el mes de enero de 2021, ordenando el cierre de las actividades no esenciales, estableciendo nuevamente restricciones de movilidad por género, toque de queda de 9:00 pm a 4:00 am y Cuarentena Total los fines de semana. Recientemente, debido a un nuevo incremento en los niveles de contagios, el Gobierno ha establecido Cuarentena total los días domingo en algunos sectores del país. A pesar de que el Banco Mundial estima un crecimiento de 10% en el PIB para el 2021 impulsado por proyectos de infraestructura, se espera que la tasa de desempleo se mantenga en niveles de 10-12%, por lo que se estima que se mantenga la desaceleración del sector comercio debido a una menor demanda por productos que no sean de primera necesidad.

Con respecto al Decreto Ejecutivo N° 145 promulgado el 1 de mayo de 2020, que ordenó el congelamiento de los cánones de arrendamiento, las cláusulas de incrementos y/o penalización por terminación unilateral del contrato y las relativas a los intereses por mora y restringía los procesos de lanzamiento y desalojo mientras dure el Estado de Emergencia Nacional y hasta dos meses posteriores al levantamiento de esta medida, cabe resaltar que Tova no se acogió a la misma en ningún momento y continuó realizando el pago de sus alquileres, para lo cual realizó uso de sus líneas bancarias de corto plazo durante 2020, en vista del afectación en su generación a raíz el cierre de las operaciones. Sin embargo, cabe resaltar que la totalidad de la deuda adquirida fue cancelada en el mes de diciembre con el producto de las ventas de fin de año.

### Análisis financiero del Deudor – Arrow Capital, Corp.

Debido a un acuerdo de confidencialidad firmado entre Moody's Local y el Emisor, esta sección se ceñirá únicamente a las cifras presentadas por Arrow Capital, Corp. y no se relevará ningún tipo de información relacionada a las compañías afiliadas, quienes fungen como compañías originadoras de los ingresos devengados por el Emisor, salvo aquellos que hayan sido puestos a conocimiento público por medio del Prospecto Informativo de los Bonos calificados. Para la debida evaluación de las distintas Series de Bonos calificados, Moody's Local ha revisado toda la información disponible sobre las compañías afiliadas, además de los datos relacionados a los locales comerciales cedidos en garantía al Fideicomiso; todo esto con la finalidad de observar la fortaleza financiera que respalda al Emisor y mitiga los riesgos de la estructura.

### Activos y Liquidez

#### DISMINUCIÓN EN ACTIVOS EN LÍNEA CON LAS AMORTIZACIONES DE LOS BONOS

La función del Emisor consiste en brindar facilidades de financiamiento a compañías pertenecientes a su mismo Grupo Económico, por lo que los fondos que genera por la emisión de sus Bonos Corporativos son transferidos a compañías relacionadas en concepto de Préstamos por Cobrar, los mismos que al 31 de diciembre de 2020 ascendieron a US\$198.3 millones, reduciéndose 1.04% con respecto al cierre del año fiscal 2019 y que representan el 98.81% del total de activos. Con respecto a los activos totales, estos ascienden a US\$200.6 millones al cierre de diciembre de 2020, exhibiendo una disminución de 0.94% respecto a diciembre de 2019 debido a

menores préstamos por cobrar. Por otro lado, el resto del total de activos de Arrow Capital lo compone el Fondo Fiduciario de Reserva que, al cierre de 2020, ascendió a US\$2.4 millones. Dicho rubro se alimenta de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento entre los Fideicomitentes Garantes y el Originador. Al 31 de marzo de 2021, el total de activos disminuye en 0.48% con respecto a diciembre de 2020, en línea con las amortizaciones realizadas y el consecuente menor saldo de Préstamos por Cobrar registrado.

### Estructura Financiera y Solvencia

#### PASIVO COMPUESTO POR EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS Y SUBORDINADOS

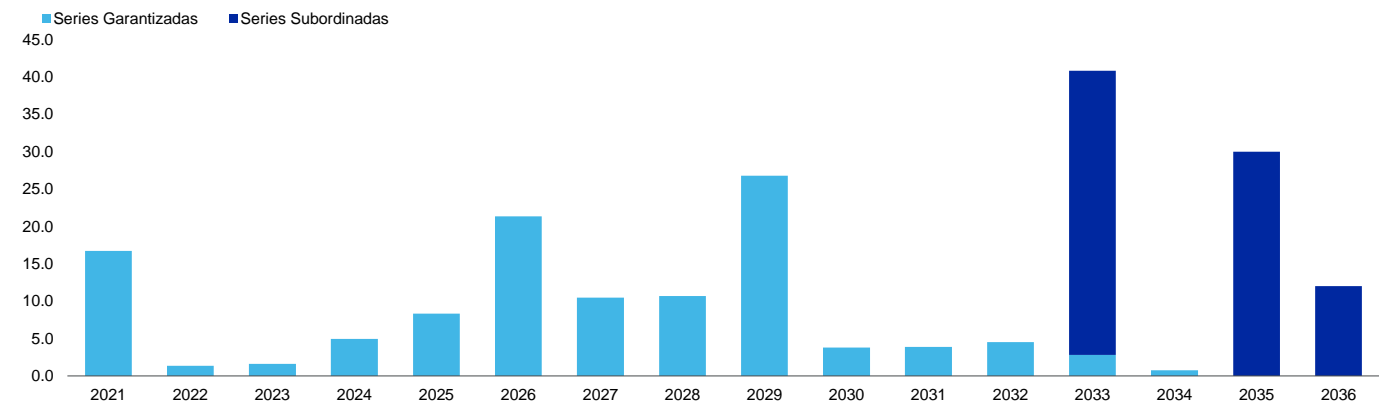
Al 31 de diciembre de 2020, el 98.63% del pasivo total estaba compuesto por las emisiones de Bonos Corporativos y Subordinados. Al cierre del año, los pasivos de Arrow Capital ascendieron a US\$200.8 millones, reduciéndose en 0.96% respecto a diciembre de 2019 debido a las amortizaciones de las series garantizadas. A 31 de diciembre de 2020, el saldo de Bonos Corporativos por pagar ascendió a US\$118.0 millones, mientras los Bonos Subordinados se mantienen en US\$80.0 millones. Los Bonos Subordinados han sido adquiridos por los propios accionistas y su amortización se encuentra condicionada al cumplimiento de ciertos términos establecidos en el prospecto informativo de la Emisión. Debido a esta característica, esta deuda se considera cuasi-capital desde un punto de vista de solvencia. Por su lado, al 31 de marzo de 2021, los pasivos de Arrow Capital ascendieron a US\$199.8 millones, disminuyendo ligeramente en 0.48% respecto a diciembre de 2020 debido a las amortizaciones de las series emitidas. Por otro lado, el saldo de otros pasivos corresponde a la contrapartida del fondo fiduciario de reserva registrado al cierre del periodo.

El patrimonio neto del Emisor históricamente se ha mantenido en terreno negativo, producto de la acumulación de pérdidas propias de su naturaleza como vehículo especial con un único propósito de emitir deuda. Arrow Capital no genera ningún tipo de ingreso, toda vez que los flujos que se generan por concepto de los Préstamos por Cobrar son utilizados directamente por los Fideicomitentes Garantes para realizar el pago de intereses y capital de las distintas Series de Bonos emitidas. Al 31 de marzo de 2021, el patrimonio de Arrow Capital se ubica en -US\$119.2 mil, disminuyendo ligeramente respecto de los -US\$109.7 mil al cierre de diciembre de 2020 debido a las pérdidas netas del periodo.

En junio de 2021 fue cancelada al vencimiento la Serie A (saldo capital por US\$7.5 millones) mientras que en el mismo mes se redimió anticipadamente la Serie B (saldo capital por US\$7.5 millones) con vencimiento original en agosto de 2021. El Emisor se encuentra en proceso de emitir una nueva Serie (Serie J) por US\$ 15.00 millones a un plazo de 7 años para reemplazar las Series redimidas. La nueva Serie contará con la misma estructura de garantías y resguardos que las series D, E, F, G, H e I.

Gráfico 1

Capital por Pagar\* – US\$ millones



\* Información al 31 de marzo de 2021. Las Series A y B con vencimiento durante 2021 ya fueron redimidas.  
Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

### Rentabilidad y Eficiencia

DADA LA CONDICION DE VEHÍCULO DE PROPÓSITO ESPECIAL, EL EMISOR CONTINÚA PRESENTANDO PÉRDIDAS AL CIERRE DEL PRIMER TRIMESTRE DE 2020.

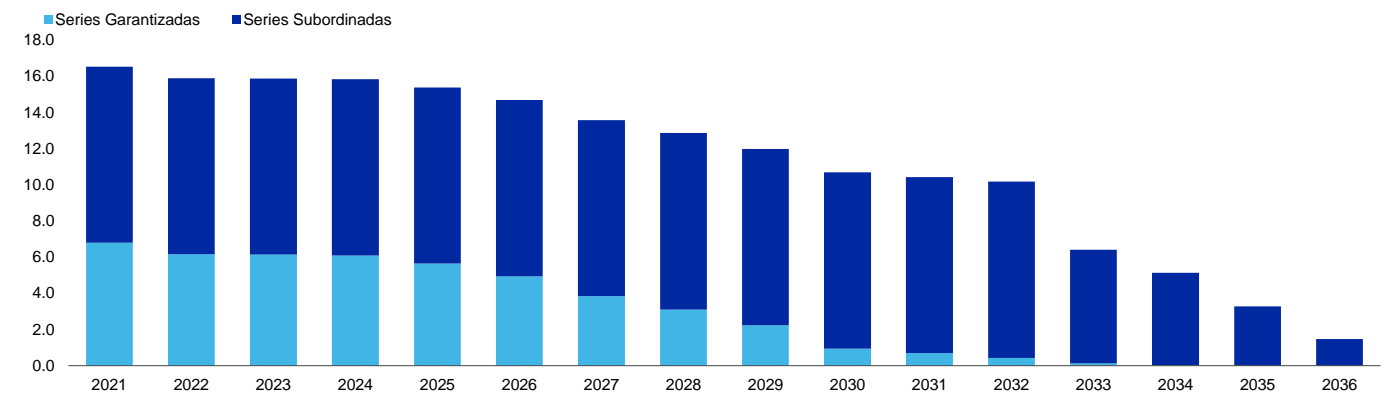
Propio de las características del Emisor como vehículo de propósito especial, los ingresos corresponden únicamente a los intereses que han devengado sus Préstamos por Cobrar. El pago de los intereses a los bonohabientes no es realizado directamente por Arrow Capital, sino por los Fideicomitentes Garantes, quienes a su vez reciben los flujos derivados de los contratos de arrendamiento de los inmuebles alquilados por Tova, S.A. Al 31 de diciembre de 2020, el Emisor registró ingresos operativos por US\$94.0 mil y una utilidad neta de US\$41.9 mil, mientras que al cierre del primer trimestre del año en curso, el Emisor registró ingresos por US\$26.1 mil (US\$23.1 mil al

cierre del mismo período del año anterior) y una pérdida neta de US\$9.5 mil, la cual se incrementa en US\$2 mil frente a la pérdida neta registrada en el mismo período de 2019 (-US\$7.5 mil), producto de mayores gastos administrativos.

La cobertura del Servicio de Deuda de las Series de Bonos proviene de una porción de los pagos en concepto de alquiler que reciben mensualmente los Fideicomitentes Garantes y que es depositada en las Cuentas de Concentración de cada Fideicomiso. Los flujos de alquiler cedidos a los Fideicomisos deben cumplir con el resguardo financiero descrito en el Suplemento Informativo de cada Serie, el mismo que establece una cobertura mínima del Servicio de Deuda de 1.20x para las Series A y B y una cobertura mínima de 1.0x para las Series D, E F, G, H e I. Dichos resguardos son de cumplimiento obligatorio únicamente para las Series de Bonos Corporativos, más no para los Bonos Subordinados, por lo que los mismos no se consideran en el cálculo del covenant. Al 31 de marzo de 2021, de acuerdo con las cartas firmadas por el fiduciario, Arrow Capital cumple adecuadamente con los límites de cobertura de flujos establecidos.

Gráfico 2

## Intereses por Pagar – US\$ millones



Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

## ARROW CAPITAL, CORP.

## Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>199,680</b>	<b>200,644</b>	<b>202,179</b>	<b>202,558</b>	<b>193,306</b>	<b>179,472</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	11	23	19	14	17	42
Préstamos por Cobrar	197,309	198,265	200,094	200,352	191,108	176,992
<b>Activo Corriente</b>	<b>197,319</b>	<b>198,288</b>	<b>200,113</b>	<b>200,366</b>	<b>191,125</b>	<b>177,034</b>
Fondo Fiduciario de Reserva	2,361	2,356	2,066	2,191	2,181	2,438
<b>Activo No Corriente</b>	<b>2,361</b>	<b>2,356</b>	<b>2,066</b>	<b>2,191</b>	<b>2,181</b>	<b>2,438</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>199,800</b>	<b>200,754</b>	<b>202,338</b>	<b>202,709</b>	<b>193,459</b>	<b>179,647</b>
Cuentas por Pagar	5	-	6	5	0	0
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>5</b>	<b>-</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Bonos Corporativos por Pagar	117,444	117,994	119,250	119,500	110,750	97,632
Bonos Subordinados por Pagar	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Cuentas por pagar a Accionistas	-	-	15	15	27	25
Intereses sobre Bonos por Pagar	-	409	1,017	1,017	2,682	1,990
Otros Pasivos	2,351	2,351	2,050	2,173	0	0
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>199,795</b>	<b>200,754</b>	<b>202,332</b>	<b>202,704</b>	<b>193,459</b>	<b>179,647</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>(119)</b>	<b>(110)</b>	<b>(159)</b>	<b>(152)</b>	<b>(154)</b>	<b>(175)</b>
Capital Emitido	10	10	10	10	10	10
Pérdidas Acumuladas	(129)	(120)	(169)	(162)	(164)	(185)

## ARROW CAPITAL, CORP.

## Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Mar-21	Dic-20	Mar-20	Dic-19	Dic-18	Dic-17
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>26</b>	<b>94</b>	<b>23</b>	<b>94</b>	<b>87</b>	<b>32</b>
<b>Gastos Operativos</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>31</b>	<b>92</b>	<b>65</b>	<b>74</b>
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>(10)</b>	<b>42</b>	<b>(8)</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>(41)</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(10)</b>	<b>42</b>	<b>(8)</b>	<b>2</b>	<b>22</b>	<b>(41)</b>



## Anexo I

## Historia de Calificación

## Arrow Capital, Corp.

Instrumento	Calificación Anterior (al 30.09.20) <sup>1</sup>	Calificación Actual (al 31.12.20 y al 31.03.21)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones <b>Serie A, B, D, E, F, G, H, I</b> (hasta por US\$129.6 millones)	BBB.pa	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.
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 millones <b>Serie J</b> (hasta por US\$15.0 millones)	-	(nueva) 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.

<sup>1</sup> Sesión de Comité del 12 de febrero de 2021 en base a información no auditada al 30 de septiembre de 2020.

## 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 31.03.21:	US\$ 7.63 millones	US\$ 7.63 millones	US\$ 29.9 millones	US\$ 24.72 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.		

\* La serie A fue cancelada al vencimiento y la serie B fue redimida anticipadamente (junio de 2021)

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

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

	Serie G	Serie H	Serie I	Serie J (nueva)
Monto Colocado:	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$20.0 millones	US\$15.0 millones
Saldo en Circulación (31.03.21):	US\$ 9.9 millones	US\$ 4.9 millones	US\$20.0 millones	-
Fecha de Colocación:	20 de noviembre de 2019	20 de noviembre de 2019	20 de noviembre de 2019	18 de agosto de 2021
Plazo:	10 años	15 años	10 años	7 años
Periodo de Gracia:	1 año	1 año	Bullet al vencimiento	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%	5.25%
Pago de capital:	Trimestral, amortizaciones crecientes	Trimestral, amortizaciones crecientes	Bullet al vencimiento	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

## 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

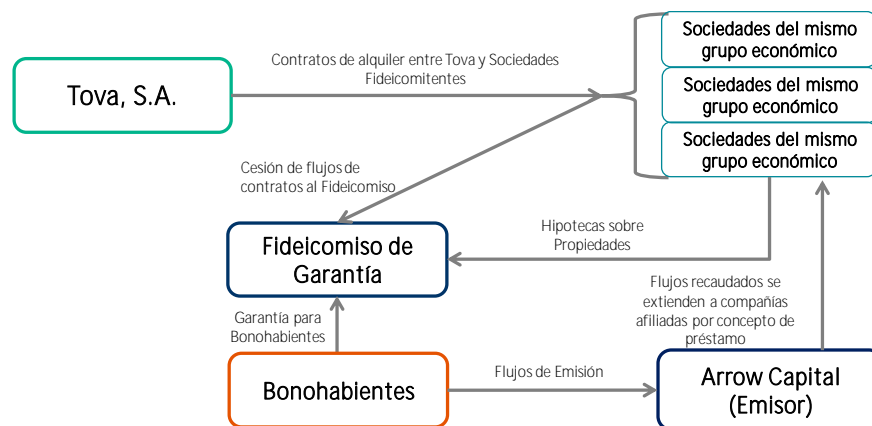
Cierto porcentaje de los ingresos a ser utilizados para el repago del capital e intereses de los Bonos provienen de las operaciones normales de Tova, S.A. De igual manera, la principal fuente de repago del capital e intereses también provendrá de ingresos producto de contratos de arrendamiento entre 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 funcionan 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

## 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 Moody's Local PA <https://www.moodylocal.com/country/pa> donde se pueden consultar adicionalmente documentos como el Código de Conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local PA, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Bonos Titulizados de Flujos Futuros PA vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020, y los Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2020 y 2021 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 2017, 2018, 2019 y 2020, y los Estados Financieros Interinos al 31 de marzo de 2020 y 2021 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.

© 2021 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 REPRODUCCION, 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's.com](http://www.moody's.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.