Equilibrium

Panamá, 26 de diciembre de 2018.

Señores
Bolsa de Valores de Panamá, S.A.
Ciudad de Panamá

Atención: Licda. Olga Cantillo
Vicepresidente Ejecutivo y Gerente General

Estimados Señores:

Por este medio, hacemos de su conocimiento que, según la revisión de información financiera interina al 30 de septiembre de 2018, el Comité de Calificación de Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A., decidió ratificar la calificación **BBB+.pa** a las Series A, B, D y E de los Bonos Corporativos, todas contempladas dentro del Programa Rotativo de hasta US$500 millones de Arrow Capital, Corp. La perspectiva se mantiene *Estable*.

A su vez, se adjunta el informe de calificación de riesgo con los fundamentos del rating, disponible también en nuestra página web: www.equilibrium.com.pa.

Calificación	Categoría	Definición de Categoría
Bonos Corporativos (Serie A y B)	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 (Serie D y E)	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.
Perspectiva	*Estable*	

La extensión ".pa" indica que está referida a una calificación local (Panamá); es decir, comparable con otras entidades panameñas. Por su parte, los signos "+" y "–" se emplean para expresar menor o mayor riesgo relativo dentro de una misma categoría. La perspectiva indica el escenario más probable de la calificación a futuro.

Atentamente,

Reynaldo Coto
Gerente General

BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.
Recibido por: R Montero
Fecha: 27/12/18 11:37 a.m.

Equilibrium Calificadora de Riesgo S.A.
Calle 50 y 54 Este, Edificio Frontenac, Oficina 5-A
Bella Vista - Panamá
Tel: (507) 214.3790 (507) 214.7931
E-mail: equilibrium@equilibrium.com.pa

Equilibrium
Calificadora de Riesgo S.A.

ARROW CAPITAL, CORP.

Ciudad de Panamá, Panamá

Informe de Calificación
Sesión de Comité: 26 de diciembre de 2018

Contacto:
(507) 214 3790

Roberto Vallejo
Analista Junior
rvallejo@equilibrium.com.pe

Ana Lorena Carrizo
Jefa de Análisis de Riesgo
acarrizo@equilibrium.com.pa

Instrumento	Calificación (*)
Bonos Corporativos	BBB+.pa
Perspectiva	Estable

(*) Para mayor detalle sobre la definición de las calificaciones ver Anexo I en la última sección del informe

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 puede consultar en la página web de la empresa (http://www.equilibrium.com.pa) en donde también se encuentran documentos como el código de conducta, la metodología de calificación respectiva y las calificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 y los Estados Financieros Interinos al 30 de setiembre de 2017 y 2018 de Arrow Capital, Corp. De igual forma, se utilizaron los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015, 2016 y 2017 y los Estados Financieros Interinos al 30 de stiembre de 2017 y 2018 de Tova, S.A., así como la documentación respectiva sobre el Programa Rotativo de Bonos hasta por US$500 millones. Equilibrium no garantiza la exactitud o integridad de la información utilizada y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de calificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Calificación de Equilibrium decidió ratificar la categoría BBB+.pa a las Series A, B, D y E de Bonos Corporativos, todas contempladas dentro del Programa Rotativo de hasta US$500.0 millones de Arrow Capital, Crop. (en adelante, Arrow Capital o el Emisor). La perspectiva se mantiene Estable.

La calificación asignada se sustenta en la fortaleza financiera Tova, S.A., Originador de los flujos cedidos a los Fideicomisos para el repago del servicio de deuda, así como en la estructura misma del Programa calificado. Cabe señalar que Tova, S.A. es una empresa que pertenece al mismo Grupo Económico del Emisor, manteniendo como *core* de negocio la venta de mercancía seca al detal (*retail*). En ese sentido, según las proyecciones remitidas por el Emisor, los flujos derivados de las operaciones del Originador serían suficientes para el pago del Servicio de Deuda (excluyendo la cuota *balloon* contemplada al final del cronograma de las distintas Series de Bonos calificadas), el mismo que se canaliza a través del pago de rentas por parte de Tova, S.A. a diversas empresas relacionadas, quienes actúan como Fideicomitentes Garantes.

Cabe mencionar que Equilibrium ha realizado una evaluación de las cifras del Originador a fin de validar que exista la capacidad suficiente para hacer frente al pago del Servicio de Deuda, además de la existencia de recursos disponibles en caso se presenten escenarios de estrés de liquidez. Adicionalmente, Arrow Capital mantiene Bonos Subordinados emitidos que, para propósitos del análisis, ponderan como cuasi-capital al momento de medir la deuda financiera, siendo los tenedores de los mismos los propios accionistas tanto del Emisor, como del Originador y de los Fideicomitentes Garantes.

Aporta igualmente de manera positiva hacia las categorías de riesgo otorgadas el respaldo que le proporcionan los bienes inmuebles cedidos al Fideicomisos de Garantía; según lo establecido dentro de los Prospectos de cada una de las Series calificadas, el valor de mercado de los inmuebles cedidos deberá cubrir en todo momento por lo menos 1.35 veces el saldo en circulación de la deuda. De igual manera, la estructura establece la sesión de una porción de los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento que reciben los Fideicomitentes Garantes de parte del Originador, los mismos que son depositados en Cuentas de Concentración administradas por los Fideicomisos para el cumplimiento del repago de la deuda. Sobre lo anterior, es importante señalar que los Suplementos establecen coberturas mínimas distintas por Serie (1.20 veces de cobertura del Servicio de Deuda para las Series A y B de Bonos Corporativos y 1.00 vez de cobertura para las Series D y E de Bonos Corporativos). Adicionalmente, las distintas Series de Bonos Corporativos calificadas por Equilibrium cuentan con la garantía de las pólizas de seguro que deben representar en todo momento por lo menos el 80% del valor de reposición de los bienes inmuebles hipotecados.

No obstante lo señalado anteriormente, la calificación se encuentra limitada por la elevada palanca financiera que registran de manera conjunta tanto el Emisor como el Originador, toda vez que la carga financiera propiciada por los Bonos en circulación es alta en comparación a la generación de flujos operativos.

En ese sentido, si bien el modelo financiero muestra que se contaría con una cobertura del Servicio de Deuda adecuada, la misma se ajusta en los ejercicios 2020 y 2021 producto de las cuotas *balloon* a pagar por algunas Series de Bonos Corporativos, conllevando a que los flujos operativos del Originador no sean suficientes, propiciando un riesgo de refinanciación. Sobre lo anterior, es de señalar que si bien dentro de los contratos de alquiler entre el Originador y los Fideicomitentes Garantes se han establecido cláusulas de aumento de los cánones de arrendamiento para dichos periodos; el Originador tendrá que recurrir a fuentes externas a su propia generación, tal como el refinanciamiento del instrumento a través de la emisión de nuevas Series de Bonos Corporativos, considerando que Arrow Capital puede emitir de manera rotativa series hasta por US$500 millones, o través de la toma de deuda bancaria, toda vez que el Originador cuenta con líneas de crédito disponibles, aunque dichas fuentes pueden ser susceptibles a cambios adversos en las condiciones económicas y/o en la capacidad de pago del Originador.

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

Finalmente, Equilibrium realizará el seguimiento a la evolución del desempeño financiero tanto del Emisor como del Originador de los flujos, a fin de validar que el modelo financiero proyectado se cumpla. Adicionalmente, se llevará a cabo un monitoreo sobre las condiciones económicas del país, así como a la industria local *retail*, con el propósito de identificar posibles factores de riesgo que surjan en el camino y que indirectamente puedan afectar la estructura de la Emisión, comunicando oportunamente al mercado cualquier variación en la calificación de riesgo asignada a las Series de Bonos evaluadas.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento Potencial en la Calificación:

- Disminución progresiva en el nivel de deuda financiera del Emisor.
- Aumento del Flujo de Caja Operativo del Originador, de manera que sea suficiente para cubrir el Servicio de Deuda en los años 2020 y 2021.
- Certificación o fianza emitida por una entidad bancaria que asegure el otorgamiento en firme del refinanciamiento al momento que se acerque la fecha de redención anticipada de los Bonos Corporativos.

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución Potencial 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 de las Series de Bonos Corporativos.

Limitaciones Encontradas durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LA EMISIÓN DE BONOS

Antecedentes

Arrow Capital Corp. (el Emisor) 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.

Al 30 de setiembre de 2018, el Emisor registra Bonos por US$189.8 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. 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 del Grupo Tova.

Estructura de los Bonos Emitidos

Arrow Capital mantiene registrados dos Programas de Bonos, cada uno de los cuales cuenta con distintas Series emitidas, entre Bonos Corporativos y Bonos Subordinados. Los Bonos calificados por Equilibrium corresponden a las Series A, B, D y E del Segundo Programa; las características de los mismos se detalla en el Anexo III. A continuación, se listan cada uno de los instrumentos en circulación a setiembre 2018:

Programa US$150.0 millones	Monto Inscrito	Saldo en Circulación
Serie B (subordinada)	$ 20.0 millones	$ 20.0 millones
Serie C	$ 34.0 millones	$ 29.1 millones
Serie D (subordinada)	$ 18.0 millones	$ 18.0 millones
Serie E	$ 8.0 millones	$ 8.0 millones
Serie F (subordinada)	$ 30.0 millones	$ 30.0 millones

Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

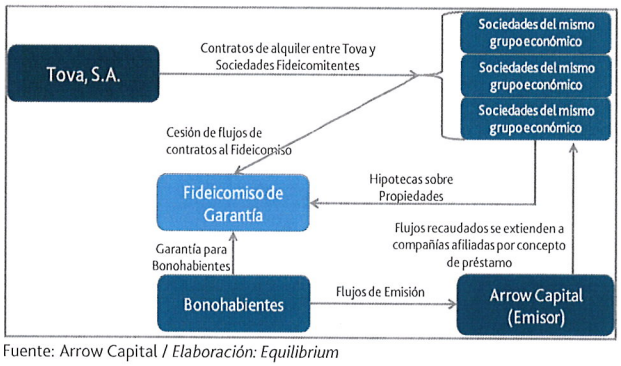
Programa Rotativo US$500.0 millones	Monto Inscrito	Saldo en Circulación
Serie A	$ 10.0 millones	$ 8.9 millones
Serie B	$ 10.0 millones	$ 8.9 millones
Serie C (subordinada)	$ 12.0 millones	$ 12.0 millones
Serie D	$ 30.0 millones	$ 30.0 millones
Serie E	$ 25.0 millones	$ 25.0 millones

Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

Como hecho relevante del periodo, debe mencionarse que el 27 de junio del 2018 se emitieron las Series D y E por US$55.0 millones, de los cuales US$40.0 millones fueron destinados para redimir la Serie A de Bonos Corporativos del Primer Programa.

Las Series de Bonos emitidas bajo el Primer y el Segundo Programa, exceptuando aquellas que corresponden a los Bonos Subordinados, cuentan con estructuras muy similares entre sí. 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. A continuación, se presenta de forma gráfica la estructura de los Bonos Corporativos:



Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

Garantías de las Emisiones de Bonos Corporativos

Los Fideicomisos de Garantía que fungen como garantía para las Series de Bonos Corporativos emitidas por Arrow Capital bajo el Primer y Segundo Programa, poseen las siguientes garantías y bienes, que a su vez han sido cedidos por los Fideicomitentes Garantes correspondientes:

1. Primera hipoteca y anticresis sobre aquellas fincas de propiedad de los Fideicomitentes Garantes. Las propiedades y Fideicomitentes garantes varían dependiendo de la Serie emitida.
2. 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.
3. El saldo depositado en las Cuentas de Concentración y Cuentas de Reservas de los distintos fideicomisos.
4. 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.
5. Los intereses y demás créditos que generan los activos que conformen el Fideicomiso.

Administración de los Flujos

La descripción de las cuentas administradas por los Fideicomisos de Garantía que amparan las distintas Series de Bonos Corporativos emitidas se detalla a continuación:

Cuenta de Concentración: es en donde se depositan los fondos provenientes de la cesión de los cánones de arrendamiento que recibe trimestralmente y cualquier otro fondo que sea aportado por el Emisor o por los Fideicomitentes Garantes. Asimismo, esta cuenta se utiliza para transferir al Agente de Pago, Registro y Transferencia el monto necesario para cubrir los pagos de intereses y capital de las series de Bonos Corporativos.

Cuenta Reserva: corresponde a la partida en la cual el Emisor mantiene la suma dineraria que debe cubrir un pago del servicio

de deuda (intereses + capital). Es de señalar que dichos fondos podrán ser invertidos en cuentas de ahorro, depósito a plazo fijo y/o en títulos valores líquidos que sean aceptables para el Fiduciario y para el Emisor.

Mecanismo de Asignación de Flujos

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.

Destino de los Recursos

El Emisor utilizó los recursos captados de las distintas Series de Bonos Corporativos Senior para múltiples propósitos, los cuales se listan a continuación:

1. Amortizar deuda, bien sea del Emisor o de empresas afiliadas a su mismo Grupo Económico, específicamente, aquellas que se relacionen a las emisiones anteriores de Bonos Corporativos y Subordinados. Cabe resaltar que esto se realizará de manera gradual, conforme el Emisor va colocando las Series correspondientes al Programa Rotativo. Esto no obedecerá a un cronograma específico, sino que dependerá de las necesidades de financiamiento que tenga el Emisor.
2. Expandir las inversiones de las empresas que, junto con el Emisor, forman parte del mismo Grupo Económico.
3. Otorgar facilidades crediticias, garantizadas o no, a empresas relacionadas.

Resguardos Financieros

Los siguientes resguardos aplican sólo para las Series Garantizadas de Bonos Corporativos emitidos por Arrow Capital, aunque debe tomarse en cuenta que el flujo dependerá de los ingresos que generen sus compañías afiliadas:

	Programa US$ 150 M *(no calificado)*	Programa US$ 500 M *(Series A y B)*	Programa US$ 500 M *(Series D y E)*
Flujos / Servicio de Deuda*	>1.0 vez	>1.2 veces	>1.0 vez
Fincas Hipotecadas** / Saldo en Circulación	>135%	>135%	>135%
Pólizas de Seguro de las Fincas Hipotecadas	80% del valor de reposición de las mejoras sobre las fincas hipotecadas y cedidas		
Cuenta Reserva	Cobertura de 1 Servicio de Deuda		

* Arrendamientos cedidos a los Fideicomisos / suma anualizada de gastos por intereses y la porción corriente de la deuda a largo plazo para próximos 12 meses.
**Se realizan avalúos independientes cada tres años.
Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

Como condición especial aplicable solamente a los Bonos Subordinados, sólo se podrá realizar el pago de intereses y capital a dichos instrumentos cuando se haya pagado el total de los intereses y capital correspondientes a las Series de Bonos Corporativos emitidas.

Entidades Participantes

El Fiduciario

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 los mismos, a fin de validar el cumplimiento de las cláusulas pertinentes. A continuación, se muestran las principales cifras de Global Bank Corporation, empresa propietaria del Fiduciario. Cabe indicar que este banco mantiene una alta participación de mercado en la industria bancaria local.

US$ Millones	Jun.16	Jun.17	Jun.18
Activos	6,041.4	6,624.9	6,555.3
Patrimonio	511.9	576.5	611.5
Utilidad	80.1	76.4	66.8
ROAA	1.40%	1.21%	1.01%
ROAE	16.64%	14.03%	11.24%

Fuente: Globak Bank / *Elaboración: Equilibrium*

El Originador

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, Equilibrium 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, Equilibrium 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, Equilibrium valida que Tova, S.A. cuenta con una adecuada fortaleza financiera y un modelo de negocio sostenible en el tiempo. También existen algunos riesgos para esta operación como, por ejemplo, la sensibilidad del sector retail ante cambios adversos en las condiciones económicas.

Debido a acuerdos de confidencialidad entre Arrow Capital y Equilibrium, no se revelarán cifras correspondientes a Tova, S.A. o de alguna de sus compañías afiliadas.

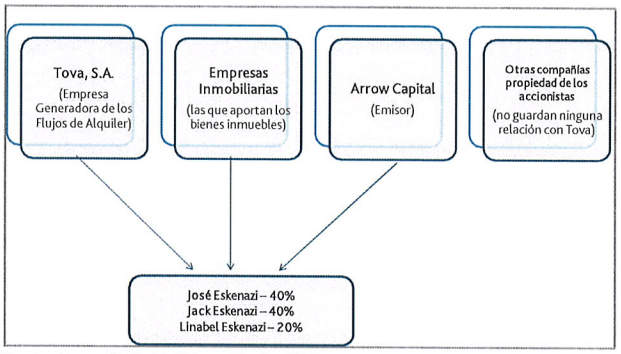
Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado y Directorio de Arrow Capital se presentan en el Anexo II del presente informe. El Emisor no cuenta con una administración propia, dada la naturaleza de su creación, por lo que la misma es ejercida por Tova, S.A.

Grupo Empresarial

El Emisor es propiedad de un equipo de profesionales que mantiene una trayectoria en el sector retail panameño y que perte-

necen a la familia Eskenazi, la cual tiene participación importante sobre diversos negocios a nivel local. El cuadro a continuación muestra la composición del Grupo Económico:



Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

ANÁLISIS DE RIESGO DE LA ESTRUCTURA

Cada Serie de Bonos emitida por Arrow Capital puede verse negativamente afectada por diversos factores de riesgo, los mismos que se encuentran debidamente listados en el Prospecto Informativo de los Bonos. En este sentido, los riesgos que merecen especial atención son los siguientes:

• *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 Obligaciones de Hacer y No Hacer*: El incumplimiento por parte del Emisor de cualquiera de las Obligaciones de Hacer o de las Obligaciones de No Hacer, o de cualquier término y condición de los Bonos, conllevará al vencimiento anticipado de las obligaciones del Emisor bajo los Bonos, siempre que dicho incumplimiento dé lugar al derecho que se declare el vencimiento anticipado de la deuda.

• *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.

• *Riesgo País*: Debido a que las operaciones del Emisor, de los Fideicomitentes Garantes, del Originador y otras empresas relacionadas al grupo económico al que pertenece Arrow Capital desarrollan sus actividades en Panamá, la capacidad de pago de los intereses y del capital están ligados al comportamiento de la economía local. En consecuencia, la capacidad de satisfacer las obligaciones relacionadas con los Bonos del Emisor, dependerá principalmente de las condiciones políticas y económicas que prevalezcan en Panamá.

ANÁLISIS FINANCIERO DE ARROW CAPITAL, CORP.

Debido a un acuerdo de confidencialidad firmado entre Equilibrium 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 calificadas, Equilibrium 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

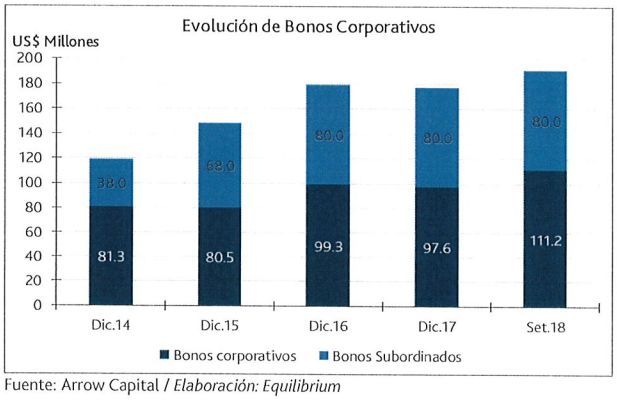
La función del Emisor consiste en brindar facilidades de financiamiento a compañías pertenecientes a su mismo Grupo Económico, por lo que los fondos que genera por la emisión de sus Bonos Corporativos son transferidos a compañías relacionadas en concepto de Préstamos por Cobrar, los mismos que a setiembre 2018 representan el 98.80% del total de activos. Cabe señalar que al 30 de setiembre de 2018 los activos de Arrow Capital ascienden a US$193.6 millones, exhibiendo un incremento de US$14.6 millones respecto a setiembre 2017, asociado al incremento en el saldo en circulación de Bonos Corporativos luego de la emisión de las Series D y E del Programa Rotativo de US$500.0 millones neto de la redención anticipada de la Serie A del Programa de US$150.0 millones.

Por otro lado, el resto de los activos de Arrow Capital lo compone el Fondo Fiduciario de Reserva que, a fecha de corte, asciende a US$2.3 millones. Dicho rubro se alimenta de los flujos provenientes de los contratos de arrendamiento entre los Fideicomitentes Garantes y el Originador.

Estructura Financiera y Solvencia

Para fondear las operaciones de sus relacionadas, Arrow Capital mantiene vigente dos Programas de Bonos. El primero de ellos, No Rotativo, mantiene un monto inscrito de hasta US$150.0 millones, mientras que el segundo corresponde a un Programa Rotativo de hasta US$500.0 millones. Los Bonos Subordinados han sido adquiridos por los propios accionistas y su amortización se encuentra condicionada a una serie de términos establecidos en el prospecto informativo de la Emisión. En línea con lo anterior, cabe indicar que la tasa de interés de las Series correspondientes a Bonos Subordinados -los mismos que por su propia naturaleza no poseen ningún tipo de garantía- es de 12%. Esta característica convierte esta deuda en cuasi-capital desde un punto de vista de solvencia. Adicionalmente, dichos Bonos se incluyen como parte de los fondos de capital para los cálculos de los indicadores de apalancamiento.

Al 30 de setiembre de 2018, los pasivos de Arrow Capital ascienden a US$193.8 millones, nivel superior en 8.13% a aquel registrado al 30 de setiembre 2017 producto de la emisión de las Series D y E. A la fecha de análisis, el saldo de Bonos Corporativos por pagar asciende a US$111.2 millones, mientras los Bonos Subordinados se sitúan en US$80.0 millones; la evolución de la composición del fondeo de Arrow Capital mediante la emisión de Bonos se detalla a continuación:



Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

Para garantizar el pago del Servicio de Deuda, los Bonos Corporativos emitidos por Arrow Capital, las Series A y B cuentan con el respaldo de un Fideicomiso de Garantía. Dicho Fideicomiso cuenta con la hipoteca de bienes inmuebles que respaldan la Emisión y el prospecto establece que el valor de mercado de los inmuebles hipotecados debe cumplir con una cobertura mínima de 135% sobre el saldo en circulación de la deuda. A continuación, se detalla el cumplimiento de dicho resguardo para las series en circulación:

	Límite	Set.17	Dic.17	Set.18
Programa $150M *(Series C y E)*	>135%	154%	154%	156%
Programa $500M *(Series A y B)*	>135%	203%	205%	215%
Programa $500M *(Series D y E)*	>135%	N.A.	N.A.	168%

Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

Por otro lado, con relación a los vencimientos de las distintas Series emitidas, en el gráfico a continuación se muestra la amortización de capital para los siguientes años, incluyendo las series garantizadas y subordinadas:

Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

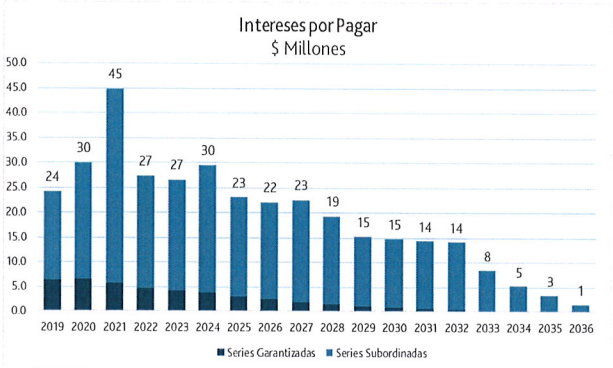
En el gráfico anterior se muestra que, a partir del año 2020, existe una mayor presión para el pago de capital por parte del Emisor, toda vez que la estructura de las distintas Series emitidas contempla un aumento en el pago de la cuota de capital de la Serie C del Primer Programa, mientras que en el año 2021 existen cuotas balloon que cancelarían las Series A y B correspondientes al Segundo Programa. Con el fin de mitigar el impacto que esto tendría sobre los flujos provistos por Tova, el Emisor ha manifestado que continuaría refinanciando los vencimientos de las distintas Series de Bonos mediante la emisión de nuevas Series, toda vez que mantiene en circulación el Segundo Programa Rotativo de hasta US$500 millones. A su vez, cabe indicar que los contratos de arrendamiento establecidos entre Tova, S.A. y los Fideicomitentes Garantes representan un espejo de la deuda; es decir, los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento desembolsados por Tova están estructurados de manera que cumplan con las condiciones pactadas en los Suplementos de cada Serie, además de poder hacer efectivo el pago de los intereses correspondientes a los Bonos Subordinados. Por otro lado, cada una de las Series de Bonos Corporativos emitidas presentan una fecha de redención anticipada específica. Arrow Capital contempla aprovechar dicha opción y redimir las Series de manera anticipada, obteniendo para ello fondeo a través de la colocación de nuevas Series.

Respecto al patrimonio neto del Emisor, el mismo se ubica en terreno negativo con US$175.5 mil, producto de la acumulación de pérdidas propias de su naturaleza como vehículo para emitir deuda. A esto se suma el hecho que 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. Resulta importante mencionar que, debido a que los propios accionistas de Arrow Capital han adquirido los Bonos Subordinados emitidos y que el patrimonio neto es negativo, se considera que estos instrumentos pueden ser deducidos de la deuda financiera, mas no incluidos dentro del patrimonio del Emisor. Por lo tanto, este ajuste en el criterio permite evaluar índices de apalancamiento financiero que no toman en cuenta el efecto de los Bonos Subordinados.

Al revisar las cifras del Originador y combinar su deuda financiera con la emitida por Arrow Capital, al 30 de setiembre de 2018, se observa un nivel de apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA ajustado[1]) alto si se incluyen los Bonos Subordinados (7.85 veces). De utilizarse el criterio de apalancamiento ajustado y excluir los Bonos Subordinados, las cifras del Originador, en conjunto con las de Arrow Capital, muestran un nivel relativamente moderado.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Propio de las características del Emisor como vehículo de propósito especial, Arrow Capital no registra ingresos a lo largo de los últimos periodos para el repago de los Bonos. No obstante, al 30 de setiembre de 2018, el Emisor registra ingresos operativos por US$64.3 mil que corresponden a intereses que han devengado sus Préstamos por Cobrar. Ante la ausencia de cifras representativas, esta sección hará referencia a los flujos de alquiler que han sido cedidos a los Fideicomisos, en conjunto con la información del Servicio de Deuda que puede ser extraída de los Prospectos Informativos correspondientes a las distintas Series emitidas por Arrow Capital. A continuación, se muestra el pago de intereses según los cronogramas de amortización; por la propia naturaleza de los Bonos Subordinados, la mayor parte del desembolso que realiza el Emisor en concepto de gasto de intereses se encuentra destinado hacia dichos instrumentos:



Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

Por otro lado, el pago de los intereses 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. En ese sentido, 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. En línea con lo anterior, 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 de 1.20 veces el Servicio de Deuda para las Series A y B y una cobertura mínima de 1.0 vez para las Series D y E. Cabe mencionar que 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*. A la fecha de análisis, de acuerdo con las cartas firmadas por el fiduciario, Arrow Capital cumple adecuadamente con los límites de cobertura de flujos establecidos.

[1] EBITDA Ajustado = Resultado Operativo + Depreciación y Amortización + Gastos de Alquiler

ARROW CAPITAL CORP.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	3	1	573	23	42	10
Préstamos por cobrar	118,282	147,487	177,608	176,688	176,992	191,307
ACTIVOS CORRIENTES	118,284	147,489	178,181	176,712	177,034	191,317
Fondo Fiduciario de reserva	2,289	1,934	2,300	2,337	2,438	2,322
ACTIVOS NO CORRIENTES	2,289	1,934	2,300	2,337	2,438	2,322
TOTAL DE ACTIVOS	120,573	149,423	180,481	179,049	179,472	193,638
PASIVOS						
Cuentas por pagar - otras	749	0	.1	.0	.0	.0
PASIVOS CORRIENTES	.7	.0	.1	.0	.0	.0
Bonos corporativos por pagar	81,250	80,500	99,250	98,070	97,632	111,188
Bonos Subordinados	38,000	68,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Cuentas por pagar accionistas	10	10	10	25	25	37
Interes sobre bonos por pagar	1,307	961	1,355	1,149	1,990	2,589
PASIVOS NO CORRIENTES	120,567	149,471	180,615	179,243	179,647	193,814
TOTAL DE PASIVOS	120,568	149,471	180,615	179,243	179,647	193,814
POSICIÓN DE LOS ACCIONISTAS						
Capital social	10	10	10	10	10	10
Utilidades del periodo	(4)	(53)	(86)	(60)	(41)	()
Utilidades retenidas de periodos anteriores	(1)	(5)	(58)	(144)	(144)	(185)
TOTAL POSICIÓN	5	(48)	(134)	(195)	(175)	(176)
TOTAL DE PASIVOS Y POSICIÓN	120,573	149,423	180,481	179,049	179,472	193,638

ARROW CAPITAL CORP.
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
(En miles de dólares)

	Dic.14	Dic.15	Dic.16	Sep.17	Dic.17	Sep.18
INGRESOS OPERATIVOS	0	0	0	13	32	64
Ingresos por intereses	0	0	0	13	32	64
Gastos de ventas, generales y administrativos	4	53	86	73	74	65
UTILIDAD OPERATIVA	(4)	(53)	(86)	(60)	(41)	(.2)
Gasto de intereses sobre bonos	0	0	0	0	0	
UTILIDAD NETA	(4)	(53)	(86)	(60)	(41)	(.2)

ANEXO I
HISTORIA DE CALIFICACIÓN – ARROW CAPITAL S.A.

Instrumento	Calificación Anterior* (Al 31.12.17)	Calificación Actual (Al 30.09.18)	Definición de Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US$500 millones (Series A y B)	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 millones (Series D y E)	*(nueva)* 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.

**Sesión de Comité del 7de junio de 2018.*

ANEXO II

Accionistas al 30.09.2018

Accionistas	Participación
José Eskenazi	40.0%
Jack Eskenazi	40.0%
Linabel Eskenazi	20.0%
Total	**100.00%**

Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

Directorio al 30.09.2018

Directorio	
José Eskenazi	Presidente
Jack Eskenazi	Secretario
Linabel Eskenazi	Tesorera

Fuente: Arrow Capital / *Elaboración: Equilibrium*

ANEXO III
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CALIFICADOS POR EQUILIBRIUM

Programa Rotativo de Bonos Corporativos hasta por US$500.0 millones

	Serie A	Serie B	Serie D	Serie E
Monto Colocado	US$ 10.0 millones	US$ 10.0 millones	US$ 30.0 millones	US$ 25.0 millones
Saldo en Circulación (30.09.2018)	US$ 8.9 millones	US$ 8.9 millones	US$ 30.0 millones	US$ 25.0 millones
Fecha de Colocación	Junio 2016	Agosto 2016	Junio 2018	Junio 2018
Plazo	5 años	5 años	10 años	15 años
Periodo de Gracia	Ninguno	Ninguno	2 años	2 años
Tasa de Interés	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%
Pago de Capital	Amortizable trimestralmente, cuota balloon al vencimiento	Amortizable trimestralmente, cuota balloon al vencimiento	Amortizable trimestralmente, cuota *balloon* al vencimiento	Amortizable trimestralmente, cuota *balloon* al vencimiento
Fiduciario	Global Financial Funds	Global Financial Funds	Global Financial Funds	Global Financial Funds
Bienes Cedidos en Garantía	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro	Bienes inmuebles Flujos de arrendamiento mensual Pólizas de seguro
Resguardos	135% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.20 veces de cobertura de flujos sobre S.D.	135% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.20 veces de cobertura de flujos sobre S.D.	135% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D.	135% de valor de mercado mínimo para hipotecas inmuebles, 1.00 veces de cobertura de flujos sobre S.D.

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Equilibrium

© 2018 Equilibrium Calificadora de Riesgo.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ("EQUILIBRIUM") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS "PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CALIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CALIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada "TAL CUAL" sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecuencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una calificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIABILIDAD O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CALIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.