

## INFORME DE CALIFICACIÓN

Sesión de Comité:  
24 de enero de 2023

### Actualización

#### CALIFICACIÓN\*

Arrow Capital, Corp.

Domicilio	Panamá
Bonos Corporativos	BBB+.pa
Bonos Subordinados	BB+.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.

#### CONTACTOS

Leyla Krmelj  
Ratings Manager  
[leyla.krmelj@moodys.com](mailto:leyla.krmelj@moodys.com)

Juan Carlos Alcalde  
VP Senior Analyst  
[juancarlos.alcalde@moodys.com](mailto:juancarlos.alcalde@moodys.com)

Fernando Cáceres  
AVP Analyst  
[fernando.caceres@moodys.com](mailto:fernando.caceres@moodys.com)

#### SERVICIO AL CLIENTE

Panamá +507 214 3790

## Arrow Capital, Corp.

### Resumen

Moody's Local afirma la categoría de riesgo BBB+.pa asignada a las Series D, E, F, G, H, I, J, K, N, O y P de Bonos Corporativos Garantizados y la categoría BB+.pa asignada a las Series C, L y M de Bonos Subordinados de Arrow Capital, Corp. (en adelante, Arrow Capital o el Emisor). Todas las Series señaladas anteriormente se encuentran contempladas dentro de un Programa Rotativo de Bonos de hasta US\$500.0 millones. Asimismo, Moody's Local modifica la dirección de las calificaciones de positiva a estable.

Las calificaciones asignadas a las Series de Bonos Corporativos Garantizados de Arrow Capital se sustentan en la buena performance exhibida por las ventas de Tova, S.A., quien es el originador de los flujos cedidos a distintos Fideicomisos para el pago del Servicio de Deuda de Arrow Capital. Las ventas del Originador al tercer trimestre de 2022, superaron los ingresos al mismo corte del 2021 y a los niveles pre pandemia, estimándose que al cierre de 2022, aproximadamente se cierre el 2022 con ventas equivalentes al 109.08% de las registradas pre pandemia. A pesar de ello, producto de un incremento en los gastos administrativos y de ventas, Tova presentó una pérdida al tercer trimestre de 2022. No obstante, es importante resaltar que las tiendas del Tova siempre han presentado una marcada estacionalidad, siendo que aproximadamente el 40% de sus ventas se concentran en el último trimestre del año, conllevando a que se registren pérdidas durante los primeros tres trimestres, resultado que también aplicaría para el ejercicio del 2022.

Por otro lado, es de mencionar que Tova nunca dejó de atender sus obligaciones financieras durante el periodo de mayor restricción de movilidad y cierre de distintos sectores de la economía a raíz de la pandemia COVID-19, (lo cual incluyó también pagar los cánones de arrendamiento a las Sociedades Fideicomitentes), a pesar de que sus ingresos y generación se vieron fuertemente afectados, lo cual se recogió en el cumplimiento del resguardo financiero de cobertura de flujos sobre el Servicio de Deuda de las Series Garantizadas (1.0x), según constan en la certificación proporcionada por parte del Fiduciario.

Asimismo, las calificaciones asignadas a las Series de Bonos Corporativos Garantizados de Arrow Capital también incorporan, desde evaluaciones anteriores, la cesión de bienes inmuebles custodiados por un Fideicomiso de Garantía que deben cubrir en todo momento por lo menos 1.35x el saldo en circulación de las Series Garantizadas de Bonos emitidas por Arrow Capital, a lo cual se suma 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 ese sentido, al 30 de septiembre, el Fideicomiso de Garantía, manejado por Global Financial Funds (subsidiaria de Global Bank), reportó fondos en la Cuenta de Concentración y en la Cuenta de Reserva por US\$2.2 millones, los mismos que permitieron cubrir el Servicio de Deuda (Series Garantizadas) de Arrow Capital de los siguientes tres meses, mientras que las Series Subordinadas se cubrieron con transferencias directas

Respecto al Fideicomiso de Garantía correspondiente a las Series Garantizadas D, E, F, G, H, I, J, y K (las emisiones garantizadas N, O y P fueron emitidas en Octubre; posterior al certificado emitido por el fiduciario), el valor de las fincas cedidas ha mantenido el cumplimiento del ratio mínimo establecido de 135%, siendo que al 30 de septiembre de 2022 la cobertura sobre el saldo insoluto de las Series Garantizadas fue de 148%. Esta disminución se sustenta en la emisión de la Serie K por US\$10 millones efectuada en el mes de enero, que incrementó el saldo de la deuda.

Con respecto a la calificación asignada a las Series Subordinadas, la misma recoge la naturaleza de subordinación frente al resto de los pasivos de Arrow Capital, cuyos intereses son no acumulativos y a lo cual se suma que no cuentan con ningún tipo de garantía.

No obstante las fortalezas detalladas anteriormente que sustentan las calificaciones asignadas, a la fecha limita poder otorgar una mayor categoría a las distintas Series de Bonos Garantizados de Arrow Capital, el riesgo de refinanciamiento que ostenta el Emisor, considerando que al 30 de septiembre de 2022 (sin incluir las emisiones N, O y P-las cuales también tienen amortización bullet- producto a su posterior emisión) el 62.66% de los Bonos vigentes mantienen un esquema de amortización bullet (el 100% del capital se paga al vencimiento). A lo anterior se suman los riesgos inherentes al Originador de los flujos (Tova, S.A.), quien se desenvuelve en el sector retail asociado principalmente a productos no esenciales o discrecionales, el cual suele tener una elevada correlación con los ciclos económicos.

Con referencia al análisis financiero al 30 de septiembre de 2022, el emisor registró ingresos operativos por US\$71.5 mil, un leve retroceso de 1.30% frente a septiembre 2021, y una pérdida neta de US\$5.1 mil, en contraste a la utilidad obtenida a septiembre de 2021 por US\$5.7 mil. La pérdida del ejercicio al tercer trimestre 2022 se debe a los mayores gastos administrativos asociados a las emisiones realizadas durante el 2022 (K, L, M, N, O y P). Propio de la característica del Emisor como vehículo de propósito especial (SPV), los ingresos corresponden únicamente a los intereses que han devengado los préstamos por cobrar. De acuerdo con lo señalado anteriormente, el pago del Servicio de Deuda no lo realiza directamente Arrow Capital, sino los Fideicomitentes Garantes, quienes a su vez reciben los flujos derivados de los contratos de arrendamiento de los inmuebles alquilados a Tova, S.A. (exceptuando las Series Subordinadas). De esta manera, la cobertura del Servicio de Deuda de las Series de Bonos proviene de los pagos de alquiler que reciben mensualmente los Fideicomitentes Garantes y que son depositados en las Cuentas de Concentración de cada Fideicomiso. Así también, los flujos de las rentas cedidas 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 1.0x para las Series D, E F, G, H, I, J y K (las Series N, O y P fueron emitidas en Octubre). Dichos resguardos son de cumplimiento obligatorio únicamente para las Series de Bonos Corporativos Garantizados, más no para los Bonos Subordinados, por lo que los mismos no se consideran en el cálculo de dicho resguardo financiero. Al 30 de septiembre de 2022, de acuerdo con las cartas firmadas por el Fiduciario, Arrow Capital cumplió con el límite de cobertura de flujos establecido

Al 30 de septiembre de 2022, los activos de Arrow Capital incrementaron en 27.34% con respecto al cierre de 2021, producto de mayores préstamos por cobrar, en línea con las emisiones realizadas a las distintas Series de Bonos durante el 2022. La función del Emisor consiste en brindar facilidades de financiamiento a compañías pertenecientes a su mismo Grupo Económico, por lo que los fondos que obtiene con las emisiones de las distintas Series de Bonos son transferidos a compañías relacionadas y registradas contablemente como Préstamos por Cobrar, rubro que representó el 99.10% de los activos del Emisor al corte de análisis. En este caso, el saldo se incrementó por préstamos relacionados a proyectos de construcción a Promotora Orión, S.A. y a Promotora Punta Paitilla, S.A. por US\$25.0 millones y US\$20.0 millones respectivamente, los cuales fueron fondeados con la emisión de bonos subordinados (Series L y M). Por otro lado, al 30 de septiembre de 2022, el 99.15% del pasivo de Arrow Capital estuvieron compuestos por las emisiones de las distintas Series de Bonos Corporativos y Subordinados. En esta misma línea, los pasivos totales de Arrow Capital ascendieron a US\$252.6 millones, un incremento de 27.34% frente al cierre de 2021, sustentado en las nuevas emisiones realizadas de Series Garantizadas y no Garantizadas.

Al 30 de septiembre de 2022, el patrimonio de Arrow Capital se mantuvo en terreno negativo. Por otro lado, en enero de 2022 el Emisor emitió la Serie K Garantizada por US\$10.0 millones, con las mismas garantías y resguardos que el resto de Series Garantizadas, a un plazo de siete años, y la Serie L Subordinada, a un plazo de 20 años, con el propósito de financiar la apertura de nuevas tiendas. Ambas emisiones corresponden a deuda incremental y, por lo tanto, ajustaron la palanca de Arrow Capital y del Originador. Asimismo, es de mencionar también que Arrow Capital emitió la Serie M Subordinada por US\$25.0 millones, a un plazo de 20 años, la cual no contará con ningún tipo de garantía dada su naturaleza de subordinación frente al resto de pasivos de Arrow Capital. Por último, cabe mencionar que el 28 de octubre de 2022 el Emisor emitió tres Series Garantizadas (Serie N, O y P) por US\$20.0, US\$10.0 y US\$5.0 millones y plazos 7, 5 y 10 años, respectivamente, con un esquema de amortización bullet cada una, que al igual que la Serie K mencionada anteriormente, contarán con las mismas garantías y resguardos que el resto de Series Garantizadas.

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.

Finalmente, Moody's Local seguirá monitoreando la capacidad de pago del Emisor, la evolución de sus principales indicadores financieros y resguardos establecidos para las Series calificadas.

### Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la calificación

- Mejora sostenida en la capacidad de pago del Originador, Tova, S.A., que sea vea traducida en un aumento en los ratios de cobertura del Servicio de Deuda (incluyendo el arrendamiento operativo) y en una disminución de los ratios de apalancamiento.

### Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la calificación

- Disminución sostenida de la generación de Tova, S.A. y/o aumento en los niveles de deuda de este último que mermen los indicadores de cobertura del Servicio de Deuda (incluyendo el arrendamiento operativo) y ajusten la solvencia.
- Pérdida de valor de mercado de las propiedades cedidas al Fideicomiso que conlleve a que se incumpla el ratio establecido en las emisiones de las distintas Series de Bonos Corporativos Garantizados.

### Limitantes encontradas durante el proceso de evaluación

- El Fiduciario no brinda el detalle del cálculo de los resguardos financieros, solo certifica que Arrow Capital se encuentra en cumplimiento.

## Indicadores Clave

Tabla 1

### Arrow Capital, Corp.

Miles de US\$	Sep-22 LTM	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Activos	252,473	198,260	200,644	202,558	193,306
Utilidad Neta	15	26	42	2	22

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

Tabla 2

### Global Financial Funds

	Jun-22	Jun-21	Jun-20	Jun-19	Jun-18
Activos (US\$ Miles)	12,384.8	11,306.0	10,431.7	9,363.3	2,352.4
Utilidad Neta (US\$ Miles)	1,095.7	449.0	846.7	574.0	933.8
ROAA	9.25%	4.13%	8.55%	9.80%	48.65%
ROAE	9.93%	4.56%	8.76%	10.04%	52.94%

Fuente: BVPA / Elaboración: Moody's Local

Tabla 3

### Resguardos de la Emisión (sobre las Series Garantizadas)

	Sep-22	Dic-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
Fincas Hipotecadas / Saldo Insoluto de Capital > 135%	148%	160%	155%	90%	168%
Cobertura de Flujos sobre el Servicio de Deuda >1.0x*	>1.0x	>1.0x	>1.0x	>1.0x	>1.0x
Pólizas cedidas / Valor de reposición de inmuebles > 80%*	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%	> 80%

\*El Fiduciario no proporciona el detalle del cálculo, sólo certifica que Arrow Capital se encuentra 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 Garantizados y Bonos Subordinados. Los Bonos Garantizados calificados por Moody's Local corresponden a las Series D, E, F, G, H, I, J, K, N, O y P del Segundo Programa y las Series Subordinadas C, L y M, cuyas características se detallan en el Anexo II del presente informe. 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 de Arrow Capital (ver Anexo III para más información de la estructura).

Al 31 de diciembre de 2021, el Emisor registró Bonos por US\$196.3 millones, entre Corporativos Garantizados y Subordinados. El Primer Programa de Bonos, hasta por US\$150.0 millones, fue efectuado con la intención de realizar inversiones y cubrir necesidades de expansión corporativa del Grupo Tova. A la fecha el Emisor únicamente mantiene tres Series subordinadas emitidas bajo dicho Programa por un total de US\$68 millones. En cambio, las Series emitidas bajo el Segundo Programa de Bonos Corporativos Rotativos, hasta por US\$500.0 millones, mantienen 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 vencieron 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 con fondos obtenidos por una de las inmobiliarias a través de un préstamo otorgado por los accionistas y, posteriormente, fueron reemplazadas por una nueva emisión (Serie J) por US\$15.00 millones, cuyos fondos se utilizaron para cancelar la cuenta por pagar a los accionistas. En enero de 2022, Arrow Capital emitió una nueva Serie Garantizada (Serie K), a un plazo de 10 años por US\$10.0 millones con un esquema de amortización bullet al vencimiento y con las mismas garantías y resguardos que el resto de las Series Garantizadas, así como una Serie Subordinada (Serie L) por US\$20.0 millones, a un plazo de 20 años con un esquema de amortización bullet. Asimismo, en agosto de 2022 Arrow Capital emitió una nueva Serie Subordinada (Serie M) por US\$25.0 millones, a un plazo de 20 años y amortización bullet.

En Octubre 2022, Arrow Capital emitió tres Series Garantizadas (Serie N, O y P) por US\$20.0, US\$10.0 y US\$5.0 millones y plazos 7, 5 y 10 años, respectivamente, con un esquema de amortización bullet cada una.

### 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 (SPV), por lo que no tiene operaciones comerciales. En este sentido, su actividad consiste en extenderle facilidades de crédito a las 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 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 las inmobiliarias del Grupo, 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, 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. 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 validó 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 materializó en las cifras del Originador en el 2020, resultando en un detrimento de las ventas. Debido a acuerdos de confidencialidad entre Arrow Capital y Moody's Local, no se revelan las cifras correspondientes a Tova, S.A. o de alguna de sus compañías afiliadas.

### Desarrollos Recientes

Como hecho de importancia del periodo analizado, es de señalar que Arrow Capital redimió en el mes de junio de 2021 las Series A y B del Programa Rotativo de Bonos Corporativos Garantizados por un total de US\$15.0 millones, lo cual se pudo concretar con fondos

provenientes de préstamos de accionistas hacia una de las inmobiliarias del Grupo. La Serie A fue cancelada en su vencimiento, mientras que la Serie B fue redimida anticipadamente. Ambas Series fueron reemplazadas por una nueva Serie J por US\$15.0 millones emitida en agosto de 2021. Asimismo, en enero de 2022 Arrow Capital emitió la Serie K de Bonos Corporativos Garantizados por US\$10.0 millones y la Serie L Subordinada por US\$20.0 millones, cuyos fondos fueron utilizados para financiar la apertura de tres nuevas tiendas (dos tiendas El Campeón y una tienda Stevens). En agosto de 2022 Arrow emitió la Serie M Subordinada por US\$25.0 millones, a un plazo de 20 años con amortización bullet. En Octubre 2022, Arrow Capital emitió tres Series Garantizadas (Serie N, O y P) por US\$20.0, US\$10.0 y US\$5.0 millones y plazos 7, 5 y 10 años, respectivamente, las cuales cuentan con las mismas garantías y resguardos que las otras Series Garantizadas y tendrán un esquema de amortización bullet cada una.

## ARROW CAPITAL, CORP.

## Principales Partidas del Estado de Situación Financiera

(Miles de Dólares)	Sep-22	Dic-21	Sep-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>252,473</b>	<b>198,260</b>	<b>198,539</b>	<b>200,644</b>	<b>202,558</b>	<b>193,306</b>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	30	13	24	23	14	17
Préstamos por Cobrar	250,205	196,194	196,464	198,265	200,352	191,108
<b>Activo Corriente</b>	<b>250,235</b>	<b>196,207</b>	<b>196,489</b>	<b>198,288</b>	<b>200,366</b>	<b>191,125</b>
Fondo Fiduciario de Reserva	2,238	2,051	2,051	2,356	2,191	2,181
<b>Activo No Corriente</b>	<b>2,238</b>	<b>2,053</b>	<b>2,051</b>	<b>2,356</b>	<b>2,191</b>	<b>2,181</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>252,562</b>	<b>198,343</b>	<b>198,643</b>	<b>200,754</b>	<b>202,709</b>	<b>193,459</b>
Cuentas por Pagar	-	0	-	-	5	0
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5</b>	<b>0</b>
Bonos Corporativos por Pagar	125,325	116,294	116,594	117,994	119,500	110,750
Bonos Subordinados por Pagar	125,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Cuentas por pagar a Accionistas	-	-	-	-	15	27
Intereses sobre Bonos por Pagar	-	-	-	409	1,017	2,682
Otros Pasivos	2,237	2,049	2,049	2,351	2,173	0
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>252,562</b>	<b>198,343</b>	<b>198,643</b>	<b>200,754</b>	<b>202,704</b>	<b>193,459</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>(89)</b>	<b>(84)</b>	<b>(104)</b>	<b>(110)</b>	<b>(152)</b>	<b>(154)</b>
Capital Emitido	10	10	10	10	10	10
Utilidad/Pérdida del Período	(5)	26	6	42	2	22
Utilidad / Pérdida de Períodos Anteriores	(93)	(120)	(120)	(162)	(164)	(185)

## ARROW CAPITAL, CORP.

## Principales Partidas del Estado de Resultados

(Miles de Dólares)	Sep-22	Dic-21	Sep-21	Dic-20	Dic-19	Dic-18
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>72</b>	<b>95</b>	<b>72</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>87</b>
<b>Gastos Operativos</b>	<b>77</b>	<b>69</b>	<b>67</b>	<b>52</b>	<b>92</b>	<b>65</b>
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>(5)</b>	<b>26</b>	<b>6</b>	<b>42</b>	<b>2</b>	<b>22</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>(5)</b>	<b>26</b>	<b>6</b>	<b>42</b>	<b>2</b>	<b>22</b>

## Anexo I

## Historia de Calificación

## Arrow Capital, Corp.

Instrumento	Calificación Anterior (al 31.03.22) <sup>1</sup>	Calificación Actual (al 30.09.22)	Definición de la Categoría Actual
Bonos Corporativos del Programa Rotativo por hasta US\$500.0 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.
<b>Series D, E, F, G, H, I, J, K, N, O y P</b> (hasta por US\$128 millones)			
Bonos Subordinados del Programa Rotativo por hasta US\$ 500.0 millones	BB+.pa	BB+.pa	Poseen capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero esta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas, pudiendo incurrir en incumplimientos.
<b>Serie C, L y M</b> (hasta por US\$32.0 millones)			

<sup>1</sup> Sesión de Comité del 19 de septiembre de 2022 en base a información no auditada al 31 de marzo de 2022.

## Anexo II

## Detalle de los Instrumentos Calificados

## Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$500.0 millones) – Series Garantizadas

	Serie D	Serie E	Serie F	Serie G	Serie H	Serie I	Serie J	Serie K
Monto Colocado:	US\$ 30.0 millones	US\$ 25.0 millones	US\$13.0 millones	US\$ 10.0 millones	US\$ 5.0 millones	US\$20.0 millones	US\$15.0 millones	US\$10.0 millones
Saldo en Circulación al 30.09.22:	US\$ 28.95 millones	US\$ 24.13 millones	US\$ 13.0 millones	US\$ 9.50 millones	US\$ 4.75 millones	US\$20.0 millones	US\$15.0 millones	US\$10.0 millones
Fecha de Colocación:	27 de junio de 2018	27 de junio de 2018	27 septiembre de 2019	20 de noviembre de 2019	20 de noviembre de 2019	20 de noviembre de 2019	18 de agosto de 2021	24 de enero de 2022
Plazo:	10 años	15 años	7 años	10 años	15 años	10 años	7 años	10 años
Periodo de Gracia:	2 años	2 años	Bullet al vencimiento	1 año	1 año	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento
Tasa:	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%	Primeros 2 años: 5.75%. Años 3-10: Libor 3M + 2.625%, mínimo 5%, máximo 7.50%	Primeros 2 años: 6.0%. Años 3-15: Libor 3M + 2.625%, mínimo 5.25%, máximo 7.75%	6.25%	5.25%	5.375%
Pago de capital:	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Trimestral, cuota balloon al vencimiento	Bullet al vencimiento	Trimestral, amortizaciones crecientes	Trimestral, amortizaciones crecientes	Bullet al vencimiento	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 1.00x de cobertura de flujos sobre S.D.							

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

	Serie N (nueva)	Serie O (nueva)	Serie P (nueva)
Monto Colocado:	US\$ 20.0 millones	US\$10.0 millones	US\$5.0 millones
Saldo en Circulación al 30.09.22:	-	-	-
Fecha de Colocación:	28 de octubre de 2022	28 de octubre de 2022	28 de octubre de 2022
Plazo:	7 años	5 años	10 años
Periodo de Gracia:	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento
Tasa:	Primeros 2 años: 5.25% Años 3-7: SOFR (3 meses) + 2%, mínimo 5.25% y máximo 7.25%	Primeros 2 años: 5.00% Años 3-5: SOFR (3 meses) + 2%, mínimo 5.00% y máximo 6.50%	Primeros 2 años: 5.625% Años 3-10: SOFR (3 meses) + 2%, mínimo 5.50% y máximo 7.25%
Pago de capital:	Bullet al vencimiento	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 1.00x de cobertura de flujos sobre S.D.		

Fuente: Arrow Capital / Elaboración: Moody's Local

## Programa Rotativo de Bonos Corporativos (hasta por US\$500.0 millones) – Series Subordinadas

	Serie C	Serie L	Serie M
Monto Colocado:	US\$ 12.0 millones	US\$20.0 millones	US\$25.0 millones
Saldo en Circulación (30.09.22):	US\$ 12.0 millones	US\$20.0 millones	US\$25.0 millones
Fecha de Colocación:	16 de noviembre de 2016	24 de enero de 2022	15 de agosto de 2022
Plazo:	20 años	20 años	20 años
Periodo de Gracia:	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento
Tasa:	12.00%	12.00%	12.00%
Pago de capital:	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento	Bullet al vencimiento
Bienes Cedidos en Garantía:	N.A	N.A	N.A
Resguardos:	N.A	N.A	N.A

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 caso fallen los flujos del Originador. 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 proviene de los cánones de arrendamiento de los arrendatarios de las empresas relacionadas al Emisor (específicamente Tova, S.A.). Si el flujo de arrendamientos se ve interrumpido, disminuido o afectado en alguna forma, existe riesgo de que se incumpla con los pagos de intereses y capital de los Bonos Corporativos Garantizados y de los Bonos Subordinados.

## RIESGO DE REFINANCIAMIENTO

Dado que el Emisor contempla redimir 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 del plazo.

## RIESGO DE EMISIONES EN CIRCULACIÓN

Las Series de Bonos Subordinados, por su propia naturaleza, se encuentran subordinadas frente al resto de los pasivos de Arrow Capital y no cuentan con ningún tipo de garantía.

## 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 represente 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 (SPV) cuyo objetivo de negocio es el extender facilidades de crédito a empresas relacionadas, 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, de 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 ingreso dada su naturaleza de negocio, lo que causa que su patrimonio sea negativo.

## RIESGO DE DEPENDENCIA DE CLIENTES

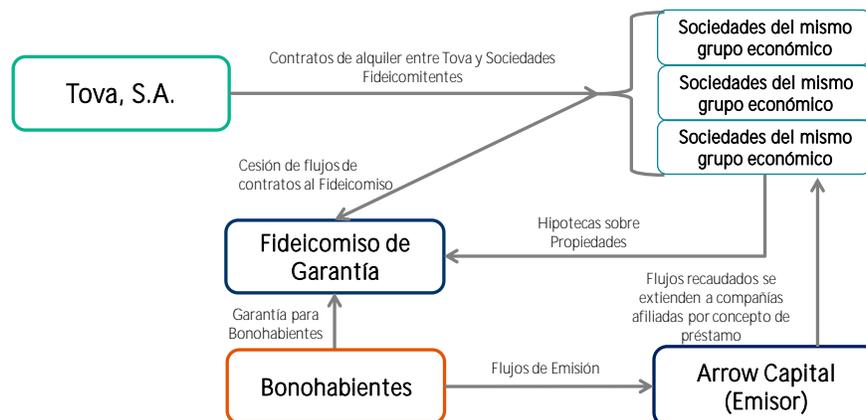
Cierto porcentaje de los ingresos a ser utilizados para el repago del capital e intereses de los Bonos provienen de las operaciones normales de Tova, S.A. De igual manera, la principal fuente de repago del capital e intereses también provendrá de ingresos producto de contratos de arrendamiento entre 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 fungen como garantía para las Series de Bonos Corporativos Garantizados de Arrow Capital 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) la 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 Garantizados, 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 Garantizados y, además, que se hayan 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. En la página web de Moody's Local (<http://www.moodylocal.com>) se pueden consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, las metodologías de calificación aplicadas por Moody's Local, las categorías de calificación de Panamá y las calificaciones vigentes. Adicionalmente, la opinión contenida en el presente informe resulta de la aplicación rigurosa de la Metodología de Bonos Titulizados de Flujos Futuros vigente. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2018, 2019, 2020 y 2021, y los Estados Financieros Interinos al 30 de septiembre de 2021 y 2022 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 2018, 2019, 2020 y 2021, y los Estados Financieros Interinos al 30 de septiembre de 2021 y 2022 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.

© 2023 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. 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 CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES 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. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE 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 REPRODUCIDA, 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, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TERMINO 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 crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

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 que 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 que 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, COMERCIALIZABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES 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 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service 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 – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Documentos constitutivos - 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 657AFSL 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. ("MJKK") 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 MJKK. 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. MJKK 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, MJKK 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 MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.