

OPINIÓN CREDITICIA

Índice:

CALIFICACIONES	1
RESUMEN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	1
DETALLE DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	2
EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
CONSIDERACIONES DE APOYO EXTRAORDINARIO	5
RESULTADOS DE LA MATRIZ DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	5
ACERCA DE LAS CALIFICACIONES SUB-SOBERANAS DE MOODY'S	5
EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE	7

Contactos:

MÉXICO	+52.55.1253.5700
Francisco Vázquez Ahued	+52.55.1253.5729
Assistant Vice President - Analyst	francisco.vazquez-ahued@moodys.com
Roxana Muñoz	+52.55.1253.5735
Assistant Vice President - Analyst	roxana.munoz@moodys.com
Alejandro Olivo	+52.55.1253.5742
Associate Managing Director	alejandro.olivo@moodys.com
LONDRES	+44.20.7772.5454
David Rubinoff	+44.20.7772.1398
Managing Director - Sub Sovereigns	david.rubinoff@moodys.com

Esta Opinión Crediticia proporciona una discusión detallada de las calificaciones de la Ciudad de Medellín, y debe ser acompañada de la información de calificaciones disponible en la página de Internet de Moodys. [Haz clic aquí para el enlace.](#)

Medellín, Ciudad de

Colombia

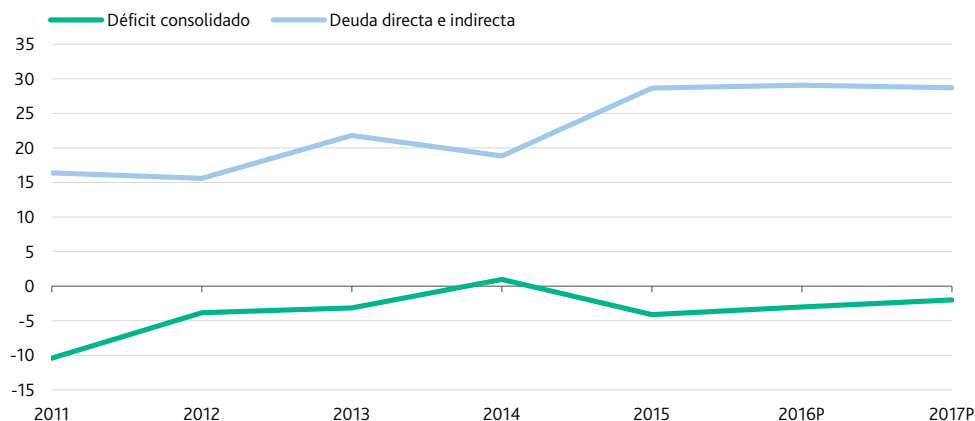
Resumen de los Fundamentos de la Calificación

La calificación de emisor de Baa2 (Escala Global, moneda local y moneda extranjera) asignada a la Ciudad de Medellín, refleja una diversificada economía local, sólidas prácticas de administración y gobierno y una amplia posición de liquidez.

Las calificaciones también toman en cuenta el registro de resultados financieros (ingresos totales -excluyendo reservas del balance e ingresos por financiamiento - menos gastos totales) que promediaron -4.1% de los ingresos totales entre 2011 y 2015 y niveles de deuda moderados. Al cierre del 2015, la deuda directa e indirecta neta representó un 28.7% de los ingresos totales. Las calificaciones también toman en cuenta una alta exposición de su deuda en moneda extranjera, la cual representó 66% de su deuda total al cierre de 2015.

GRÁFICA 1

Medellín: déficits y niveles de deuda directa e indirecta neta moderados ^[1]



^[1] La base de medición son los ingresos totales

Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros de la Ciudad de Medellín

Comparación entre Emisores Internacionales

La Ciudad de Medellín tiene calificaciones de grado de inversión de Baa2. En una perspectiva internacional, Medellín cuenta con niveles de deuda y de recaudación de recursos propios moderados, y déficits consolidados en línea con la mediana de sus pares latinoamericanos.

Fortalezas Crediticias

- » Diversificación económica que apoya una base productiva de ingresos propios
- » Moderados niveles de deuda y de servicio de la deuda
- » Fuerte posición de liquidez

Retos Crediticios

- » Alta exposición de la deuda en moneda extranjera
- » Mantener bajos déficits financieros

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones es estable.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación al Alza

- » Un alza de la calificación de bonos del gobierno de Baa2 de Colombia
- » El registro de superávits financieros
- » El mantenimiento de una sólida posición de liquidez

Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

- » La pérdida de disciplina fiscal que conduzca al registro de déficits financieros más altos
- » Un incremento en el nivel de endeudamiento por arriba de lo esperado y/o a un deterioro de los niveles de liquidez
- » La baja de las calificaciones de bonos del gobierno de Baa2 de Colombia

Indicadores Clave

Ciudad de Medellín

(Al 31/12)	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%) ^[1]	16.4	15.6	21.8	18.8	28.7
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%) ^[1]	0.7	1.3	1.0	1.6	1.6
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) ^[2]	-10.4	-3.9	-3.1	1.0	-4.1
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	-10.4	-3.9	-3.1	1.0	-4.1
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Operativos (%) ^[1]	42.6	41.7	41.2	30.0	41.7
Capital de Trabajo Neto / Gasto Total (%)	40.8	68.7	69.1	75.9	64.8
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%) ^[3]	97.3	97.3	97.5	100.1	...

^[1] A lo largo de esta publicación, el denominador para esta razón corresponde a Ingresos Totales

^[2] A lo largo de esta publicación, esta razón corresponde al Superávit (Déficit) Financiero/Ingresos Totales

^[3] Información del Departamento de Antioquia

Fuentes: Moody's Investors Service, Estados Financieros de la Ciudad de Medellín, y DANE.

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

Para publicaciones que hacen referencia a Calificaciones Crediticias, por favor consultar la pestaña de calificaciones en la página del emisor/entidad en www.moodys.com para obtener información sobre la Acción de Calificación Crediticia más reciente y sobre el historial de calificación

La calificación asignada a la Ciudad de Medellín combina la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) de la ciudad, y la probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno central de Colombia, en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

La BCA de baa2 de la ciudad de Medellín refleja los siguientes factores:

Diversificación económica que apoya una base productiva de ingresos propios

La base económica y la posición de los ingresos propios otorgan flexibilidad financiera al municipio. Los principales impuestos locales son el de industria y comercio y el predial, pero también hay otra variedad de impuestos como lo son construcción, teléfono y gasolina. Medellín mantiene una política tributaria activa, al mantener el registro de contribuyentes actualizado y en reforzar la fiscalización. Entre 2013 y 2014, los ingresos propios cayeron en términos relativos del 41.2% al 30%. Esta caída considerable en términos relativos se debe a que en 2014 Medellín obtuvo ingresos no recurrentes por la venta de acciones de UNE Telecomunicaciones, una empresa de la alcaldía, por COP 1.4 billones. En 2015, excluyendo los ingresos no recurrentes, los ingresos propios crecieron 9.8% entre 2014 y 2015, por encima de la tendencia histórica de 8%. Este crecimiento por encima de la tendencia histórica se explica por aumentos en la recaudación del impuesto predial. Esperamos que los ingresos propios de Medellín crezcan en línea con su tendencia histórica en 2016 y 2017.

Cabe resaltar que, de la composición de los ingresos totales de Medellín, aproximadamente 20% proviene de dividendos pagados por Empresas Públicas de Medellín (EPM, Baa3, positiva), los cuales son registrados en ingresos de capital. EPM es una empresa pública 100% propiedad del municipio de Medellín que provee directa o indirectamente a través de sus subsidiarias, servicios de provisión de gas natural y energía eléctrica, así como servicios de agua y de telecomunicaciones.

Moderados niveles de deuda y de servicio de la deuda

Entre 2014 y 2015, la deuda directa e indirecta neta de Medellín aumentó de 18.8% a 28.7% de los ingresos totales, mientras que los costos del servicio de la deuda (intereses y capital) pasaron de 2.4% a 2.1%. El pago tanto de intereses como de capital cayó entre ambos años debido al perfil de amortizaciones de la deuda de Medellín. El aumento en términos relativos de la deuda se debió principalmente a la fuerte depreciación del tipo de cambio que experimentó el peso colombiano en 2015.

A junio de 2016, el saldo de la deuda directa e indirecta neta de COP 1.124 billones está compuesto por COP 389 mil millones en bonos domésticos, COP 6.26 mil millones de un crédito (emitido en USD) con el Banco Interamericano de desarrollo (BID), y COP 729.03 mil millones de otro crédito con la AFD (emitido en dólares). El municipio se encuentra en proceso de liquidar bonos por un total de COP 141 mil millones, y de contratar COP 168.9 mil millones adicionales bajo la modalidad de préstamo bancario, con un plazo de 5 años y 2 de gracia.

En los últimos años, la deuda de Medellín ha exhibido una tendencia al alza, pasando de 16.4 a 28.7% de los ingresos totales entre 2011 y 2015. No obstante, esperamos que esta métrica baje ligeramente a 27% en 2016 y 2017. Dado el alto porcentaje de la deuda de Medellín denominado en moneda extranjera, este escenario está sujeto a la estabilidad del tipo cambiario del peso colombiano. Una depreciación adicional del peso colombiano pudiera ejercer presión al alza en las métricas de Medellín.

Colombia cuenta con un marco legal que busca regular las condiciones fiscales de sus gobiernos locales y regionales a través del cumplimiento de métricas fiscales. De acuerdo a estos indicadores de deuda, el espacio fiscal de la ciudad ha disminuido en los últimos años, ya que su razón entre deuda e ingresos disponibles pasó del 60% al 72% entre 2013 y 2015. Esto se debe en gran parte a la depreciación del peso colombiano, y al hecho de que el cómputo de estos indicadores no toma en cuenta los dividendos pagados

por EPM. Estimamos que Medellín continuará cumpliendo con los indicadores de deuda de la legislación colombiana este año y el siguiente.

Se estima que los costos de servicio de la deuda como porcentaje de los ingresos totales permanecerán alrededor del 2% en 2016 y 2017. Estos niveles comparan favorablemente con sus pares nacionales e internacionales.

Desde 2004, el Gobierno de Colombia, región de Antioquia, Medellín y los municipios del área metropolitana firmaron un acuerdo para pagar la deuda que la nación pagó como garante del metro de Medellín. Desde entonces, la región de Antioquia contribuye con el impuesto al tabaco y los municipios con el 10% de la sobretasa a la gasolina. En 2015, Medellín contribuyó con alrededor de COP 45,000 millones o 1.5% de los ingresos totales, un nivel bajo.

En lo que respecta a los pasivos por pensiones, de acuerdo con un estudio actuarial del gobierno central, e incluyendo los trabajadores de Metrosalud, el cálculo actuarial representó COP 2.28 billones al cierre de 2015. Una vez que se sustraen los activos que se encuentran en el saldo de reserva del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (FONPET), el pasivo actuarial representa cerca del 44% de los ingresos totales de 2015. Estas obligaciones están respaldadas por un plan para su financiación y un calendario de pagos definido claramente, de acuerdo con la legislación colombiana.

El gobierno nacional ejerce un alto grado de supervisión en la administración de las obligaciones por pensiones, incluyendo el cálculo de los pasivos por pensiones sin fondear y el de las contribuciones de pensiones. Ello con el objetivo de asegurar que los pasivos por pensiones sean cubiertos en 2029.

Alta exposición de la deuda en moneda extranjera

Dado el alto nivel de deuda extranjera contratado por el municipio (alrededor de 66% del total al cierre de 2015), la exposición al tipo de cambio constituye un reto crediticio importante, ya que Medellín no cuenta con cobertura para estos riesgos. De acuerdo a nuestros estimados, en 2015 el nivel de deuda de Medellín denominada en pesos colombianos aumentó alrededor de 25% respecto a su nivel del año anterior debido a la depreciación de la moneda. La forma en la que la administración de Medellín considera el riesgo de tipo de cambio es utilizando un escenario de stress para el tipo de cambio utilizado en las proyecciones de mediano plazo y en el presupuesto anual, lo cual ha otorgado cierta holgura al momento de la ejecución presupuestal. Prevedemos que el riesgo crediticio que representa la deuda en moneda extranjera continúe en 2016 y 2017 y constituye el principal riesgo crediticio del municipio. El Municipio tiene autorización por parte del Ministerio de Hacienda para llevar a cabo la contratación de las coberturas y se encuentra en la negociación de las cartas de confirmación, que son lineamientos generales para la obtención de estos instrumentos. No obstante, no esperamos que Medellín contrate estos instrumentos en el corto plazo.

Reto de mantener bajos déficits financieros

La calidad crediticia de Medellín está respaldada por el registro de resultados financieros globalmente balaceados. Entre 2011 y 2015, Medellín registró resultados financieros (ingresos totales menos gastos totales) que promediaron -4.1% de los ingresos totales (los ingresos totales no incluyen los recursos del crédito ni reservas del balance).

Entre 2014 y 2015, los ingresos totales cayeron 36.3% debido a la ya mencionada venta de UNE. Por otro lado, el gasto total disminuyó 28.3%. Por consiguiente, Medellín registró un déficit financiero (ingreso total menos gasto total) de -4.1% con respecto a sus ingresos totales.

Al primer semestre de 2016, los ingresos y el gasto total continúan con la misma evolución registrada en 2015; esto es, un crecimiento en línea con la tendencia tanto del ingreso como del egreso. Moody's estima que el déficit financiero en 2016 oscile entre 2 y 3% de los ingresos totales.

Fuerte posición de liquidez

Dado el registro de resultados globalmente balanceados, la posición de liquidez del municipio se ha mantenido fuerte. Al cierre del 2015, el efectivo y las inversiones cubrían 2.0 veces el pasivo circulante. Asimismo, el efectivo y las inversiones a corto plazo ascendieron a COP 874 mil millones, alrededor del 75% de la deuda directa e indirecta neta.

Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Moody's asigna una fuerte probabilidad de que el gobierno central tome acción para prevenir un incumplimiento por parte de la Ciudad de Medellín. Esta probabilidad refleja los incentivos proporcionados por el alto grado de supervisión ejercida por el gobierno central, que tiene por objeto garantizar la estabilidad financiera a largo plazo, e incluye el monitoreo de las obligaciones de la deuda.

Resultados de la Matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base

En el caso de la Ciudad de Medellín, la matriz BCA genera una BCA estimada de ba1, comparada con la BCA de baa2 asignada por el comité de calificación.

La BCA generada por la matriz de ba1 refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 4 (presentado abajo) en una escala de 1 a 9, donde 1 representa la más fuerte calidad crediticia relativa y 9 la más débil; y (2) el riesgo sistémico de Baa2, reflejado en la calificación del bono soberano (Baa2 estable). La diferencia de 2 niveles refleja un número de factores que no captura el scorecard, como nuestras expectativas de que Medellín continúe manteniendo un fuerte marco institucional.

El scorecard de riesgo idiosincrásico y la matriz BCA, que generan un estimado de las evaluaciones del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, son herramientas utilizadas por el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos locales y regionales. Los indicadores crediticios capturados en estas herramientas generan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual y, en general, se espera que los emisores con BCAs sugeridas por el scorecard más altas, obtengan también las calificaciones más altas. No obstante, las BCAs sugeridas por el scorecard no sustituyen los juicios del comité de calificación con respecto a la evaluación del riesgo crediticio base individual y el scorecard no es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones. Los resultados del scorecard tienen limitaciones en el sentido de que son con vista al pasado, al utilizar información histórica, mientras que nuestras evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con vista al futuro. Concomitantemente, el limitado número de variables que se incluyen en estas herramientas no puede capturar la extensión y profundidad de nuestro análisis de crédito.

Acerca de las Calificaciones Sub-soberanas de Moody's

Calificaciones en Escala Nacional y Global

Las Calificaciones en Escala Nacional de Moody's (NSRs por sus siglas en inglés) son medidas relativas de la calidad crediticia entre emisiones y emisores de deuda dentro de un país determinado, lo que permite que los participantes del mercado hagan una mejor diferenciación entre riesgos relativos. Las NSRs difieren de

las calificaciones en la escala global en el sentido de que no son globalmente comparables contra el universo de entidades calificadas por Moody's, sino únicamente contra otras NSRs asignadas a otras emisiones y emisores de deuda dentro del mismo país. Las NSRs están identificadas por un modificador de país ".nn" que indica el país al que se refieren, como ".za" en el caso de Sudáfrica. Para mayor información sobre el enfoque de Moody's respecto de las calificaciones en escala nacional, favor de consultar la Metodología de Calificación de Moody's publicada en junio de 2014 y titulada "[Correspondencia entre Calificaciones en Escala Nacional y Calificaciones en Escala Global de Moody's](#)".

La calificación en escala global de Moody's para emisores y emisiones permite que los inversionistas comparen la calidad crediticia del emisor/emisión contra la de otros en el mundo, en lugar de solamente en un país determinado. Incorpora todos los riesgos relativos a ese país, incluyendo la volatilidad potencial de la economía nacional.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

La evaluación del riesgo crediticio base de Moody's es una opinión sobre la fortaleza crediticia intrínseca de la entidad, y no toma en cuenta los apoyos extraordinarios del gobierno que brinda el apoyo. Las relaciones contractuales y cualquier subsidio anual esperado por parte del gobierno están incorporados en la BCA, y por lo tanto se consideran como parte de las fortalezas crediticias intrínsecas de la entidad.

La BCA está expresada con una escala alfanumérica en minúsculas que corresponde a la escala de calificaciones alfanuméricas de la escala global de calificaciones de largo plazo.

Apoyo Extraordinario

Apoyo extraordinario se define como la acción tomada por el gobierno que da soporte para prevenir un incumplimiento por parte de un gobierno regional o local y puede tomar distintas formas que van desde una garantía formal, inyecciones directas de efectivo, hasta facilitar las negociaciones con los acreedores a fin de mejorar el acceso al financiamiento. El soporte extraordinario se describe como bajo (0% - 30%), moderado (31% - 50%), fuerte (51% - 70%), alto (71% - 90%) o muy alto (91% - 100%).

Calificaciones

Medellín, Ciudad de

Categoría	Calificación De Moody's
Perspectiva	Estable
Calificaciones al Emisor	
Escala Global, moneda local	Baa2
Escala Global, moneda extranjera	Baa2

Evaluación del riesgo de crédito base

Métricas Crediticias

Scorecard – 2014	Puntuación	Valor	Ponderación De Sub-Factores	Total De Sub-Factores	Ponderación De Factores	Total
Factor 1: Fundamentos Económicos						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	5	98.93	70%	5	20%	1.00
Volatilidad Económica	5		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	1		50%	2	20%	0.40
Flexibilidad Financiera	3		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-0.87	12.5%	2.25	30%	0.68
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.39	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	18.80	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	2.00	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno- MAX						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
Evaluación de Riesgo Idiosincrásico						3.5(4)
Evaluación de Riesgo Sistémico						Baa2
BCA Estimada						ba1

Número de Reporte: 192738

Autor
Francisco Vázquez Ahued

Asociado de Producción
Santhosh V

© 2016 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente, "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACIÓN ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD PUEDA NO ASUMIR LAS OBLIGACIONES CONTRACTUALES O FINANCIERAS A SU VENCIMIENTO ASÍ COMO CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO ABORDAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO PERO NO LIMITADO: RIESGOS DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DEL PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUYENDO LAS PUBLICACIONES NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PUEDEN ASIMISMO INCLUIR VALORACIONES BASADAS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO DE CRÉDITOS Y OPINIONES RELACIONADAS O COMENTARIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O EN INVERSIONES, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES MOODY'S NO SON NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O TENER CIERTOS VALORES. NINGUNA CALIFICACIÓN CREDITICIA NI UNA PUBLICACIÓN DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR ESPECÍFICO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES CON LA EXPECTACIÓN Y ENTENDIMIENTO QUE CADA INVERSOR HARÁ, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE SE CONSIDERE PARA SU COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y SUS PUBLICACIONES NO ESTÁN DIRIGIDAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO PARA LOS MINORISTAS QUE USEN ESTAS CALIFICACIONES CREDITICIAS O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S EN SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. SI SE ENCUENTRA EN DUDA, DEBE CONTACTAR CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO A MODO DE EJEMPLO, LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NADA DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA, REPLANTEADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ALMACENADA PARA USO POSTERIOR PARA CUALQUIER PROPÓSITO, EN TODO O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información aquí contenida es obtenida por MOODY'S de fuentes correctas y fiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de errores humanos o mecánicos así como por otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO CORRESPONDA" sin ningún tipo de garantía.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que usa en la asignación de una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que MOODY'S considera fiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditores y no puede en todas las instancias verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o en la preparación de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida indirecta, especial, consecencial o incidental o cualesquiera daños que deriven de o en relación con la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para utilizar dicha información, incluso si MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores o proveedores es informado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o potenciales o (b) cualquier pérdida o daño que derive donde el instrumento financiero correspondiente no sea el sujeto de un rating crediticio específico por MOODY'S.

Hasta el límite permitido por la ley, MOODY'S y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad por cualquier pérdida directa o compensatoria o daños causados a cualquier persona o entidad, incluyendo pero no limitado a por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, mala conducta deliberada o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar cualquier duda, por ley no puede ser excluida) en parte de, o cualquier contingencia en el ámbito o fuera del control de MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores que proceda de o en relación a la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para el uso de dicha información.

NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN CUANTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, PLENITUD, COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA CUALQUIER USO ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN ES OTORGADA O LLEVADA A CABO POR MOODY'S EN CUALESQUIERA FORMAS.

Moody's Investors Service, Inc, agencia de calificación crediticia, propiedad en su totalidad de Moody's Corporation ("MCO"), aquí expone que la mayoría de los emisores de valores de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, obligaciones, notas y pagarés) y capital preferente valorado por Moody's Investors Service, Inc. tienen, previo a la asignación de cualquier rating, acordado pagar a Moody's Investors Service, Inc. por los servicios de valoración y calificación prestados por sus honorarios entre 1.500\$ y 2.500.000\$ aproximadamente. MCO y MIS asimismo mantienen políticas y procedimientos dirigidos a la independencia de los ratings de MIS y procedimientos de calificación. La información sobre ciertas afiliaciones que puedan existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y asimismo tienen presentado al SEC una participación accionarial de más del 5%, se publica anualmente en www.moody's.com bajo el título "Relaciones de Inversores -- Gobierno Corporativo-- Política de afiliación de directores y socios"

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. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del FSA Comisionado (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y aproximadamente los JPY350.000.000.

MJJK y MSFJ asimismo mantienen políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.