

CREDIT OPINION

18 November 2021

Actualización

 Califique este reporte

CALIFICACIONES

Ciudad de Medellín

Domicile	Antioquia, Colombia
Long Term Rating	Baa2
Type	LT Issuer Rating - Fgn Curr
Outlook	Negative

Para mayor información, favor de consultar la [sección de calificaciones](#) al final de este reporte. Las calificaciones y perspectiva mostradas reflejan información a la fecha de publicación.

Contactos

Roxana Munoz +52.55.1253.5721
 AVP-Analyst
 roxana.munoz@moodys.com

Maria Martinez-Richa +52.55.1253.5729
 VP-Senior Analyst
 mariadelcarmen.martinez-
 richa@moodys.com

Cristiane Spercel +55.11.3043.7333
 Senior Vice President/Manager
 cristiane.spercel@moodys.com

CLIENT SERVICES

Americas 1-212-553-1653
 Asia Pacific 852-3551-3077
 Japan 81-3-5408-4100
 EMEA 44-20-7772-5454

Ciudad de Medellín

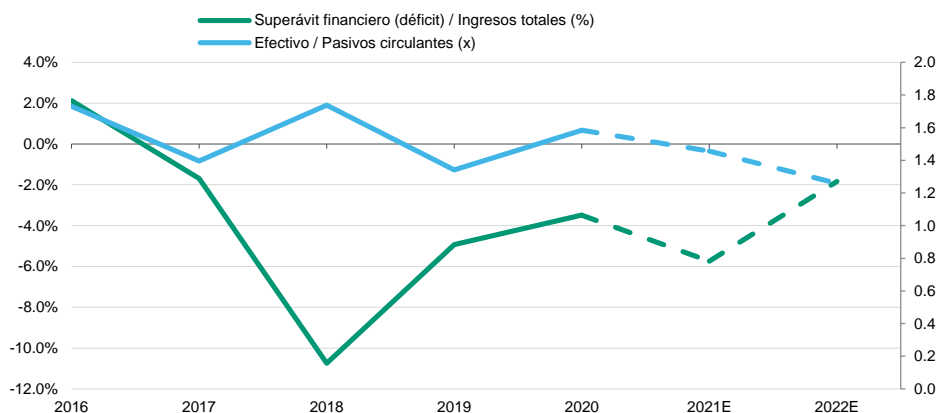
Actualización del análisis crediticio

Resumen

El perfil crediticio de la [Ciudad de Medellín](#) (Baa2 negativa) refleja la diversificación de su economía local, así como sus sólidas prácticas de administración y gobierno. El perfil crediticio de Medellín también toma en cuenta nuestra expectativa de que la ciudad continuará registrando déficits financieros en 2021 y 2022 en torno al 6.7% de los ingresos totales, en promedio, dado que esperamos mayores gastos relacionados principalmente con la infraestructura para reactivar la economía. Esperamos que Medellín financie parcialmente esos déficits mediante la adquisición de deuda, la cual permanecerá alrededor del 46.6% de los ingresos totales para fines de 2022. Asimismo, estimamos que el financiamiento del déficit podría deteriorar la posición de efectivo, la cual cubrirá 1.3x el pasivo circulante hacia fines de 2022.

Gráfico 1

Los déficits financieros pueden resultar en un deterioro de la liquidez de Medellín en 2022.



Fuentes: Moody's Investors Service y estados financieros de la Ciudad de Medellín

Fortalezas crediticias

- » Diversificación económica
- » Nivel moderado de pasivo por pensiones no fondeado

Este reporte es una traducción del original titulado [Medellin, City of: Update to credit analysis](#) publicado el 16 noviembre 2021.

Debilidades crediticias

- » Déficits financieros moderados que pueden deteriorar la liquidez
- » Niveles elevados de deuda y de servicio de la deuda, incluyendo el metro de Medellín

Perspectiva de calificación

La perspectiva negativa refleja el hecho de que Medellín enfrenta un mayor riesgo de que la liquidez no mejore en los próximos 12 a 18 meses ante la continua presión sobre el presupuesto.

Factores que podrían generar un alza de la calificación

Debido a la perspectiva negativa de las calificaciones de Medellín, no es probable un alza de la calificación en los próximos 12 a 18 meses. Sin embargo, la perspectiva podría cambiar a estable si Medellín registrara una liquidez más fuerte de forma sostenida junto con niveles moderados de deuda.

Factores que podrían generar una baja de la calificación

Podría haber presión a la baja sobre las calificaciones de Medellín si la calificación del [Gobierno de Colombia](#) (Baa2 estable) fuera rebajada o si la ciudad registrara déficits financieros elevados, lo que provocaría un mayor deterioro de los indicadores de liquidez que superara las proyecciones actuales de Moody's o altos niveles de deuda.

Indicadores clave

Gráfico 2

Ciudad de Medellín

(12/31)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
Deuda directa e indirecta neta / Ingresos totales (%)	26.9%	26.0%	34.1%	34.2%	52.4%	54.8%	46.6%
Pago de intereses / Ingresos totales (%)	1.8%	1.2%	1.4%	1.9%	1.8%	1.9%	1.8%
Superávit financiero (déficit) / Ingresos totales (%)	2.1%	-1.7%	-10.7%	-4.9%	-3.5%	-5.7%	-1.8%
Ingresos propios / Ingresos totales (%)	44.2%	39.1%	39.2%	41.8%	38.1%	40.4%	36.6%
Efectivo / Pasivos circulantes (x)	1.7	1.4	1.7	1.3	1.6	1.5	1.3
PIB per cápita como porcentaje del promedio nacional (%) [1]	114.5%	112.6%	108.0%	109.0%	112.6%		

[1] Departamento de Antioquia

Fuentes: Moody's Investors Service y estados financieros de la Ciudad de Medellín

Consideraciones crediticias detalladas

El 7 de octubre de 2021, afirmamos las calificaciones Baa2 de Medellín y mantuvimos la perspectiva negativa. La perspectiva negativa refleja que, a pesar de la mejora del riesgo sistémico y los fuertes vínculos económicos y operativos con el soberano, Medellín registra niveles de liquidez más bajos y enfrenta un mayor riesgo de que la liquidez no mejore en los próximos 12 a 18 meses ante la continua presión sobre el presupuesto.

El perfil crediticio de Medellín, expresado en una calificación Baa2 negativa, refleja la evaluación del riesgo crediticio base (BCA, por sus siglas en inglés) de baa2 y una alta probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno central.

Evaluación del riesgo crediticio base

Diversificación económica, que respalda la base de ingresos propios de la ciudad

Medellín es la segunda ciudad más poblada de Colombia (aproximadamente 2.5 millones de habitantes) y cuenta con una base económica diversificada. Los principales sectores son la industria manufacturera (16% del PIB), el comercio (16%), así como la administración pública y defensa (13%).

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia a la que se haga referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en www.moody.com para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada y el historial de calificación.

La economía diversificada ha permitido que Medellín registre una sólida base de ingresos propios equivalente al 38.1% de sus ingresos totales en 2020, pese a la caída de la recaudación como consecuencia de la pandemia de coronavirus y la recesión económica. Los principales impuestos locales son el de industria, comercio y el predial, pero también hay otros impuestos como el de construcción, teléfono y gasolina. Los ingresos tributarios disminuyeron un 2% en 2020 versus 2019.

Medellín posee una política tributaria activa, al mantener un registro de contribuyentes actualizado y reforzar el pago de impuestos constantemente. Estas medidas, junto con la recuperación económica de Colombia, le han permitido a Medellín aumentar los ingresos tributarios en un 14.7% a agosto de 2021. Esperamos que el municipio registre un aumento de los ingresos propios durante 2021 y alcance el 40.4% de los ingresos totales.

Dificultades para mantener bajos déficits financieros

La calidad crediticia de Medellín está respaldada por un historial de requerimientos financieros relativamente bajos, los cuales promediaron el 3.7% de los ingresos totales entre 2016 y 2020. En 2020, el déficit financiero fue equivalente a 3.5% de los ingresos totales, una cifra inferior a la registrada en 2019 de 4.9%. La mejora se debió principalmente a una disminución del gasto de capital de 13% en comparación con 2019. Sin embargo, el gasto operativo aumentó 3% comparado con el crecimiento de 1% de los ingresos totales, lo que llevó al déficit financiero.

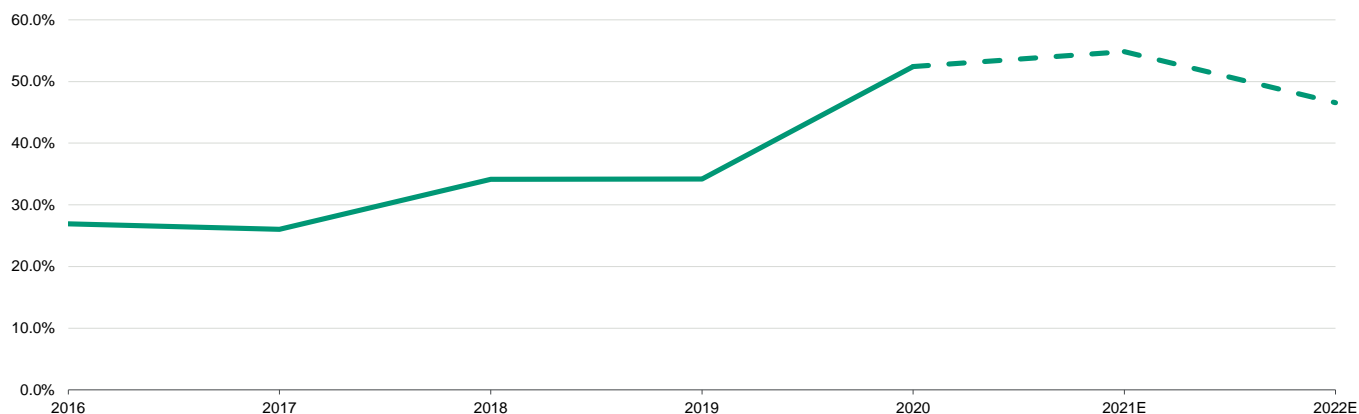
Los principales proyectos que la Ciudad de Medellín ejecutó están relacionados con educación, salud, vivienda y transporte público, los cuales se financiaron mediante el aumento de las transferencias de [Empresas Públicas de Medellín E.S.P.](#) (EPM) (Baa3 negativa), deuda y efectivo disponible. Debido a que durante 2021 y 2022 Medellín continuará desarrollando proyectos de infraestructura para impulsar la recuperación económica, esperamos que la ciudad registre un déficit promedio de alrededor de 3.8% de los ingresos totales. Algunos de los proyectos más importantes que se están ejecutando son las Autopistas para la Prosperidad, así como el mejoramiento y la construcción de parques y vías.

Alrededor del 25% de los ingresos de Medellín provienen de los dividendos pagados por EPM, los cuales se utilizan principalmente para gastos de capital. EPM es un servicio público propiedad del Municipio de Medellín, que provee directa o indirectamente a través de sus subsidiarias gas natural, energía eléctrica, agua y servicios de telecomunicaciones. En 2020, Medellín recibió COP1,488,319 millones, los cuales fueron destinados al financiamiento de una parte de los proyectos del plan de desarrollo de la ciudad, principalmente los relacionados con salud y educación. Ante la contingencia relacionada con el Proyecto Hidroeléctrico Ituango de EPM y la pandemia, esperamos una disminución de los dividendos en 2021, los cuales representan el 22% de los ingresos totales.

Niveles moderados de deuda y servicio de la deuda

El perfil crediticio de Medellín toma en cuenta los niveles elevados de deuda, que fueron equivalentes al 52.4% de los ingresos totales en 2020, frente al 34.2% registrado en 2019. Este aumento refleja la adquisición de deuda para hacer frente al estrés financiero durante la pandemia y para financiar la infraestructura. El aumento también considera el hecho de que ahora incluimos la porción de la deuda del metro de Medellín, ya que la pandemia afectó negativamente el desempeño de la compañía. Esperamos que Medellín contraera más deuda en 2021 que podría ascender a COP334,000 millones, la cual será equivalente al 54.8% de los ingresos totales.

Gráfico 3

Se esperan niveles de deuda máximos en 2021

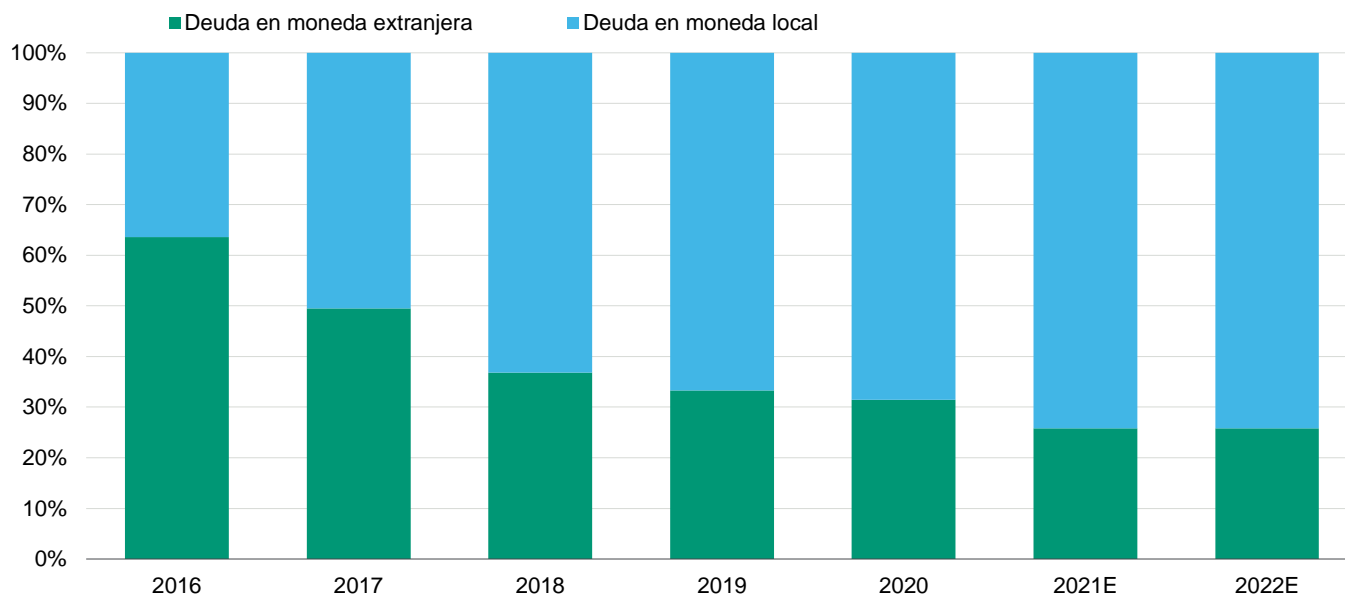
Fuentes: Moody's Investors Service y estados financieros de la Ciudad de Medellín

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. El pago de dicha deuda representó menos del 1% de los ingresos totales para Medellín, un nivel bajo y manejable para el municipio.

El pago del servicio de la deuda representó el 4% de los ingresos totales en 2020, ligeramente por encima del 3.9% de 2019. Dado que el período de gracia para los pagos del principal de los préstamos adquiridos en 2019-2020 venció en 2021, estimamos que el servicio de la deuda aumentará a 5.5% en 2021.

Dado el alto porcentaje de la deuda de Medellín en moneda extranjera (31.4% de la deuda total a diciembre de 2020), el cual ha disminuido últimamente, nuestras proyecciones están sujetas a la estabilidad del tipo de cambio del peso colombiano. Una nueva depreciación del peso colombiano podría ejercer presión al alza sobre los indicadores de deuda de Medellín.

Gráfico 4

Medellín registra una alta proporción de deuda en moneda extranjera.

Fuentes: Moody's Investors Service y estados financieros de la Ciudad de Medellín

Como resultado del nivel de deuda en moneda extranjera, la exposición al tipo de cambio constituye una de las dificultades crediticias más importantes, ya que Medellín no cuenta con cobertura para estos riesgos. La administración de Medellín mitiga el riesgo de tipo de cambio mediante un escenario de estrés para el tipo de cambio utilizado en las proyecciones de mediano plazo y en el presupuesto anual. Esperamos que el riesgo crediticio que representa la deuda en moneda extranjera continúe en 2021 y 2022.

Deterioro esperado de la liquidez

A pesar de que Medellín ha registrado déficits financieros, la liquidez de Medellín ha permanecido relativamente estable en los últimos cinco años. El efectivo y las inversiones cubrieron 1.6x el pasivo circulante a fines de 2020, mientras que el capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) representó el 40.1% de los egresos totales. Dado que el municipio tiene previsto financiar parcialmente los déficits financieros en 2021-2022, esperamos un deterioro de su liquidez a 1.3x en 2022, un nivel menor comparado al de sus pares calificados como Baa2.

Dado que el indicador de Medellín estará muy cercano al límite legal de adquisición de deuda en 2021 según el indicador de sostenibilidad (Ley 358) medido como deuda/ingresos circulantes, en el futuro, esperamos que Medellín tendrá que utilizar parte de los recursos disponibles para financiar el gasto en infraestructura. Esto podría deteriorar aún más la liquidez de Medellín.

Nivel moderado de pasivo por pensiones no fondeado

De acuerdo con un estudio actuarial, que incluye a los trabajadores de Metrosalud (empresa pública de Medellín que presta servicios de salud), el cálculo actuarial representó COP2,8 billones al cierre de 2019. Si 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 representaría cerca del 35% de los ingresos totales de 2019. Estas obligaciones están respaldadas por un plan para su financiamiento 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 obligaciones por pensiones, incluyendo el cálculo del pasivo por pensiones no fondeado y el monitoreo de las contribuciones por pensiones, con el objetivo de garantizar que se paguen las obligaciones hacia 2029.

Consideraciones de apoyo extraordinario

Existe una alta probabilidad de que el gobierno colombiano tome medidas para evitar un incumplimiento por parte de la ciudad. La alta probabilidad de apoyo refleja nuestra evaluación en torno al alto grado de supervisión que ejerce el gobierno central sobre los gobiernos locales y regionales.

Consideraciones de ESG

Cómo los riesgos ambientales, sociales y de gobierno fundamentan nuestro análisis crediticio del Municipio de Medellín

Al evaluar la fortaleza económica y financiera de los emisores subsoberanos, tomamos en cuenta el impacto de los factores ambientales, sociales y de gobierno (ESG, por sus siglas en inglés). En el caso de Medellín, determinamos la relevancia de ESG para el perfil crediticio de acuerdo con lo siguiente:

Los riesgos ambientales no son relevantes para el perfil crediticio de Medellín. El principal desafío ambiental para el municipio está vinculado a la contaminación del aire. Como resultado, Medellín ha implementado varias medidas para disminuir la contaminación, tales como el cambio del transporte público por uno menos contaminante (gas natural) y algunos planes de movilidad empresarial que fomentan el uso responsable de diferentes modos de transporte en compañías privadas. La inversión de Medellín para atender la contaminación fue menor al 2% del presupuesto, por lo que no representa una presión financiera. Adicionalmente, Medellín tiene amplia disponibilidad de agua, y los servicios son prestados por EPM de manera eficiente y con amplia cobertura a la población cercana al 100%.

Respecto a riesgos sociales, Medellín no enfrenta presiones particulares, la población cuenta con una adecuada cobertura de servicios básicos. Sin embargo, la migración de Venezuela podría ejercer presión en los próximos cinco a diez años, en caso de continuar. Actualmente, los programas relacionados con gasto social del municipio son suficientes para cubrir los servicios que requiere la población, por lo que la migración actualmente no presiona las finanzas del municipio. La pandemia representa un riesgo social para Medellín, debido al impacto significativo en la salud pública, en el número de pasajeros del metro de Medellín y el respectivo choque económico. Sin embargo, la liquidez de Medellín ha compensado parcialmente las presiones financieras que surgen de la pandemia.

Los riesgos relacionados al gobierno interno son relevantes para el Municipio de Medellín y son incorporados en su calificación. Medellín cumple con las reglas y regulaciones de este marco institucional y presenta estados financieros de manera clara, detallada y puntual. Medellín tiene sólidas prácticas de planificación y ejecución del gasto de infraestructura, así como del manejo de deuda, cuenta con fuertes órganos fiscalizadores que aseguran el buen manejo de las finanzas públicas.

Para más información, ver la sección "Evaluación del riesgo crediticio base". Nuestro enfoque de riesgos ESG se explica en nuestra metodología intersectorial [Principios generales para evaluar riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo](#), publicada en octubre de 2021.

Metodología de calificación y factores de la tarjeta de puntuación

En el caso de Medellín, la matriz BCA genera una BCA estimada de ba1, cercana a la BCA de baa2 asignada por el comité de calificación. La diferencia se explica por el deterioro de la posición de liquidez del municipio, compensada por las sólidas prácticas de administración y gobierno. La BCA de ba1 generada por la matriz refleja una puntuación de riesgo idiosincrático de 4 (presentada a continuación) sobre una escala de 1-9, donde 1 representa la calidad crediticia relativa más fuerte y 9, la más débil; y una puntuación de riesgo sistémico de Baa2, reflejada en la calificación de bonos soberanos de Colombia.

Para obtener más información sobre nuestro enfoque de calificación, consulte nuestra metodología de calificación [Gobiernos locales y regionales](#), publicada el 16 de enero de 2018.

Gráfico 5

Ciudad de Medellín

Gobiernos regionales y locales

Evaluación del riesgo crediticio base (BCA) - Tarjeta de puntuación	Puntuación	Valor	Ponderación de los subfactores	Total de los subfactores	Ponderación de los factores	Total
Factor 1: Fundamentos económicos				3.60	20%	0.72
Fortaleza económica [1]	3	110.90%	70%			
Volatilidad económica	5		30%			
Factor 2: Marco institucional				2	20%	0.40
Marco legislativo	1		50%			
Flexibilidad financiera	3		50%			
Factor 3: Posición financiera				4	30%	1.20
Margen operativo [2]	7	-4.94%	12.5%			
Carga de intereses [3]	3	1.79%	12.5%			
Liquidez	5		25%			
Carga de la deuda [4]	3	52.42%	25%			
Estructura de la deuda [5]	3	11.32%	25%			
Factor 4: Administración y gobierno interno				5	30%	1.50
Controles de riesgos y administración financiera	1					
Gestión de inversiones y deuda	5					
Transparencia y divulgación financiera	5					
Evaluación del riesgo idiosincrático						3.82 (4)
Evaluación del riesgo sistémico						Baa2
BCA estimada						ba1

[1] PIB per cápita regional como % del PIB per cápita nacional

[2] Superávit (déficit) financiero /ingresos totales

[3] Pago de intereses/ingresos totales

[4] Deuda directa e indirecta neta/ingresos totales

[5] Deuda directa de corto plazo/deuda directa total

Fuente: Moody's Investors Service; ejercicio fiscal 2020

Calificaciones

Exposición 6

Category	Moody's Rating
CIUDAD DE MEDELLÍN	
Outlook	Negative
Calificación del emisor	Baa2
EMPRESAS PUBLICAS DE MEDELLIN E.S.P	
Outlook	Negative
Issuer Rating -Dom Curr	Baa3
Senior Unsecured	Baa3

Fuente: Moody's Investors Service

© 2021 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S 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 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, DIFUNDIDA, 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 TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones.

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, COMERCIABILIDAD 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. 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, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado – Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 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

crediticias, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.
Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.

NÚMERO DE REPORTE

1311301

CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454