MOODY'S INVESTORS SERVICE

INFORME DE CALIFICACIÓN

Municipalidad de la Ciudad de Córdoba

Argentina

Table of Contents:

CALIFICACIONES ASIGNADAS 1
1. INTRODUCCIÓN 2
2. EVALUACIÓN DEL ANÁLISIS DE RIESGO DE CRÉDITO BASE (BCA POR SUS SIGLAS EN INGLÉS) 3
EVALUACIÓN DEL RIESGO IDIOSINCRÁTICO 3
EVALUACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO CON BASE EN LA CALIFICACIÓN DE LOS BONOS DEL PAÍS 5
DETERMINACIÓN DE LA PUNTUACIÓN BCA CON BASE EN LA MATRIZ DE COMBINACIÓN DEL RIESGO IDIOSINCRÁTICO CON EL RIESGO SISTÉMICO 5
OTROS FACTORES ADICIONALES RELEVANTES 6
EVALUACIÓN DE LA PROBABILIDAD DE APOYO EXTRAORDINARIO 6
INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN 6
CALIFICACIONES FINALES OTORGADAS 6
APÉNDICE 1. TARJETA DE PUNTUACIÓN. EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE 8

Analista Principal:

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600

Ursula Cassinerio +54.11 5129 2645
Associate Analyst
ursula.cassinerio@moodys.com

Calificaciones Asignadas[1]

	Calificación Actual y Perspectiva		Calificación Anterior y Perspectiva	
	Escala Nacional	Escala Global	Escala Nacional	Escala Global
Perspectiva	Estable	Estable	Estable	Estable
Calificación de Emisor	A2.ar	B2	A2.ar	B2
Programa de Letras del Tesoro 2018 por un monto máximo en circulación de hasta ARS770 millones (y las series a emitirse dentro del mismo)	A2.ar	B2	A2.ar	B2
Bonos de Deuda 2018 por un valor nominal hasta ARS800 millones	A2.ar	B2	A2.ar	B2
Programa de Letras del Tesoro 2019 por un monto máximo en circulación de hasta ARS1000 millones (y las series a emitirse dentro del mismo)	A2.ar	B2	n/a	n/a

(Al 31/12)	2013	2014	2015	2016	2017
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	8.0	7.8	11.8	27.3	23.1
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	0.3	0.7	0.4	2.6	2.0
Superávit (déficit) Operativo / Ingresos Corrientes (%)	1.2	9.0	4.4	6.6	12.6
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	(8.0)	(2.4)	(7.6)	(6.1)	(8.4)
Transferencias Federales / Ingresos Corrientes (%)	33.1	34.0	35.1	36.3	37.4
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	11.2	12.6	11.2	12.0	19.4
PIB per cápita Pcia. Córdoba / Promedio nacional (%)	91.9	91.8	87.5	-	-

[1] Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Latin América Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores. Informe de monitoreo.

1. Introducción

Moody's mantiene la calificación en escala nacional de A2.ar al emisor y a las series vigentes y a emitirse del Programa de Letras del Tesoro para el año 2018. Asimismo, Moody's mantiene una calificación en escala nacional de A2.ar a los Bonos de Deuda 2018 por un valor nominal de hasta ARS 800 millones a emitirse por la Municipalidad. Por último, Moody's asigna una calificación en escala nacional de A2.ar a las series vigentes y a emitirse del Programa de Letras del Tesoro para el año 2019. La perspectiva de las calificaciones es estable.

Las características crediticias de la Municipalidad de Córdoba reflejan un elevado grado de flexibilidad por el lado de los ingresos, bajos niveles de deuda financiera y una tendencia de márgenes operativos positivos. Estos factores de crédito positivos están parcialmente contrarrestados por recurrentes déficits financieros y por una ajustada posición de liquidez. Al igual que la mayoría de los gobiernos sub-nacionales de Argentina, y en un contexto de elevada inflación, la Municipalidad de Córdoba enfrenta aun continuas presiones por renegociaciones salariales que limitan en algún grado la flexibilidad financiera por el lado del gasto.

Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias de la Municipalidad de Córdoba incluyen:

» Sólida base de ingresos propios,

» Bajos niveles de deuda financiera con relación a los ingresos,

» Tendencia histórica de márgenes operativos positivos.

Desafíos Crediticios

Los desafíos crediticios de la Municipalidad de Córdoba incluyen:

» Recurrentes déficits financieros en los últimos cinco años,

» Continuas presiones por el lado del gasto en personal, en un contexto de elevadas tasas de inflación

» Ajustada posición de liquidez.

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación en escala nacional y global de esta municipalidad es estable, en línea con la calificación de los bonos soberanos argentinos dadas las fuertes interrelaciones macroeconómicas y financieras entre los soberanos y los sub-soberanos.

Qué Podría Cambiar la Calificación a la Alza

Una suba en la calificación de los bonos soberanos de Argentina y/o una mejora del riesgo sistémico o idiosincrático de esta ciudad podría ejercer presión a la suba en las calificaciones asignadas y llevar a una suba en el corto a mediano plazo.

Qué Podría Cambiar la Calificación a la Baja

Una baja en la calificación de los bonos soberanos de Argentina y/o un mayor deterioro del riesgo sistémico o idiosincrático de la ciudad podría ejercer presión a la baja en las calificaciones asignadas y llevar a una baja en el corto a mediano plazo.

2. Evaluación del análisis de Riesgo de Crédito Base (BCA por sus siglas en inglés)[2]

En el caso de la ciudad de Córdoba, la tarjeta de puntuación del riesgo de crédito base (que se presenta en el Apéndice 1 del presente informe) genera una BCA estimada en b2 debido al puntaje obtenido 4.

La tarjeta de puntuación ó "scorecard" BCA, que genera evaluaciones estimadas del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, es la herramienta que utiliza el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos regionales y locales. Los indicadores crediticios que captura el scorecard proporcionan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual; sin embargo, la BCA estimada que genera el scorecard no sustituye los juicios que hace el comité de calificación con respecto a las evaluaciones específicas del riesgo crediticio base, ni tampoco es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones.

Consecuentemente, los resultados del scorecard tienen algunas limitaciones en cuanto a que se orientan al pasado utilizando datos históricos, mientras que las evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con visión al futuro. Adicionalmente, el número limitado de variables incluidas en el scorecard no puede capturar totalmente la extensión y profundidad de nuestro análisis. Sin embargo, las estadísticas de desempeño que captura el scorecard son importantes y, en general, se puede esperar calificaciones más altas entre emisores con más alta puntuación en el scorecard.

Evaluación del riesgo idiosincrático

En las siguientes secciones, presentamos el análisis de los cuatro factores clave que se utilizan para determinar la evaluación del riesgo de crédito base e identificamos los ratios financieros o de otro tipo que utilizamos. Los cuatro factores son los siguientes:

Factor 1: Fundamentos Económicos

Córdoba es la ciudad capital de la provincia homónima, una de las más importantes y pobladas del país. Posee una población estimada en poco más de 1,4 millones de habitantes (cerca del 39% de la población total de la provincia) y su producto bruto geográfico representa alrededor del 2% del PIB nacional. El sector de servicios es el más representativo y explica cerca del 75% del producto, seguido por la industria que explica cerca del 25% restante. El sector tecnológico ha sufrido una considerable expansión en los últimos años y han convertido a Córdoba en una ciudad con un marcado perfil tecnológico. Dentro de la industria, el sector automotriz y autopartista ocupa un lugar de preponderancia. El PIB per cápita de la provincia representa aproximadamente el 88% del promedio nacional.

Factor 2: Marco Institucional

Este entorno operativo se une a un marco institucional en el cual los gobiernos locales y regionales de Argentina portan una significativa responsabilidad en la prestación de servicios públicos mientras—en general—dependen en gran medida de las transferencias que el Estado Nacional envía en concepto de Coparticipación Federal de Impuestos, dando cuenta de una limitada flexibilidad fiscal frente al nivel de ingresos. Por el lado del gasto, las provincias y municipios tienen cierto arbitrio que les ofrece la posibilidad de generar ahorros, aunque muy limitada por la significativa importancia de los costos en personal dentro de la estructura de gastos.

[2] Baseline Credit Assessment o Riesgo de Crédito Base.

Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento

Durante los últimos cinco ejercicios, la Municipalidad de Córdoba registró márgenes operativos positivos equivalentes—en promedio— de alrededor del 7% de los ingresos corrientes sin incurrir en ningún déficit. Sin embargo, fue un desempeño bastante volátil asociado con la dificultad de obtener ingresos que aumenten al mismo ritmo que los egresos, especialmente los relacionados con el gasto en personal.

La Municipalidad de Córdoba se beneficia de una sólida base de ingresos propios que refleja un relativamente elevado grado de flexibilidad fiscal. Su base de ingresos está sustentada por una actividad económica importante que se traduce en una fuente de recursos para las finanzas del municipio. Durante la gestión 2017, los ingresos propios representaron el 63% de los ingresos operativos, en línea con los años anteriores. De éstos, alrededor de un 90% están explicados por tasas, derechos y contribuciones que inciden sobre el patrimonio, el comercio, la industria y el control vehicular y sobre los cuales el municipio -a través de su brazo legislativo- tiene la completa facultad de alterar estos ingresos.

Sin embargo, y al igual que en el caso de otras jurisdicciones calificadas, la ciudad de Córdoba aún enfrenta importantes desafíos como son la necesidad de volver a registrar superávit financieros, una ajustada posición de liquidez y las recurrentes presiones por el lado del gasto en personal, que es el principal gasto corriente. Los sucesivos déficit financieros fueron financiados con un aumento del pasivo corriente y esto ha llevado a una ajustada posición de liquidez en los últimos años.

Al cierre del ejercicio 2017, la Municipalidad de Córdoba continuó registrando un desempeño operativo superavitario registrando un resultado positivo corriente u operativo por ARS 2114 millones, un 12.6% medido sobre los ingresos corrientes del año (había sido del 6.6% al cierre del ejercicio 2016). Tras computar los ingresos y egresos de capital en 2017 dicho superávit desciende hasta un déficit de 8.4% de los ingresos totales (frente a un déficit de 6.1% reportado en 2016). Estos indicadores corresponden a cifras ajustadas, que excluyen amortizaciones de capital, intereses y gastos de operatoria de deudas sin reflejo presupuestario.

Para el tercer trimestre de 2018, la Municipalidad también reporta un resultado operativo corriente positivo, de ARS 2,895 millones, lo que representa un 18.7% de los ingresos corrientes. Tras computar ingresos y egresos de capital, se registra un superávit en el orden del 10.8% de los ingresos totales. Estas cifras presentan una leve mejora respecto al mismo periodo de 2017, dado que para dicho periodo la Municipalidad de Córdoba registró un superávit corriente de ARS 1,901 millones, equivalente al 16.1% de los ingresos corrientes y, tras computar los ingresos y egresos de capital, la Municipalidad registró un superávit de 7.3% de los ingresos totales.

De acuerdo con el presupuesto municipal de ingresos y gastos aprobado para el ejercicio 2019, la Municipalidad de Córdoba proyecta cerrar el próximo ejercicio con un resultado corriente superavitario del orden de los ARS 4,660 millones, lo cual significa un 15.6% de los recursos corrientes proyectados. Luego de incluir egresos de capital por ARS 8,321 millones e ingresos de capital y por venta de activos fijos por ARS 3,659 millones y el remanente de ejercicios anteriores por ARS 2 millones, la Municipalidad de Córdoba proyecta cerrar el próximo ejercicio con un balance financiero perfectamente equilibrado.

Perfil de Deuda

Al cierre del ejercicio 2017, la deuda financiera directa e indirecta de largo plazo de esta Municipalidad representó un 23.1% de los ingresos totales de ése mismo año, frente al 27.3% del año anterior. La deuda financiera de corto plazo también se redujo con respecto a los ingresos totales, representando 4.5% de los mismos en 2017 frente al 6.1% en 2016. Al cierre de noviembre de 2018, la emisión de un bono en el mercado internacional representa aproximadamente el 88.8% del total de deuda. El remanente, al igual que en años anteriores, se compone principalmente de convenios con la Provincia. Para noviembre de 2018, el stock de deuda total de la Municipalidad es de ARS 714.7 millones y USD 150 millones.

Adicionalmente al endeudamiento detallado más arriba, la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba diseñó un programa financiero para los próximos años con el objeto de recomponer sus recursos financieros, la liquidez y lograr gradualmente una mayor visibilidad de la ciudad en el mercado de capitales local como emisora de diferentes títulos de deuda. Como parte del mencionado programa financiero se encuentran las recurrentes emisiones de Letras del Tesoro. Las letras podrán ser emitidas en pesos o su equivalente en otras monedas con un plazo de hasta 360 días. Cada serie vencerá en una determinada cantidad de días a contar desde la fecha de colocación y amortizará de acuerdo a lo que disponga la Secretaria de Economía y Finanzas al establecer las condiciones particulares de cada emisión. El objetivo de estos programas de emisión de letras del Tesoro de corto plazo es el de cubrir déficits estacionales o transitorios de caja. Actualmente la Municipalidad cuenta con dos series vigentes por un monto total de ARS 650 millones a cancelarse en marzo y abril de 2019.

Finalmente, en abril de 2018, la Municipalidad dispuso la emisión de bonos por hasta un valor nominal de ARS 800 millones con un vencimiento de 48 meses a partir de la fecha de emisión. De todos modos, estos bonos no han sido emitidos al momento de la publicación de este informe.

Factor 4: Administración y Gobierno interno

Los factores de administración y gobierno interno de la ciudad de Córdoba están relativamente en línea con el de otros emisores comparables. Si bien la ciudad ha registrado déficit financieros en los últimos cinco años, la nueva administración parece haber adoptado medidas tendientes a mejorar la eficiencia en la recaudación y una política prudente en el manejo de la deuda y las inversiones.

Los reportes financieros son claros y detallados e incluyen la preparación de balances, aunque -como el resto de las provincias y municipios—no son auditados por una firma independiente. La información fiscal y financiera es publicada regularmente en el sitio de Internet oficial de la municipalidad.

Evaluación del riesgo sistémico con base en la calificación de los bonos del país

Un segundo elemento para determinar la BCA es la puntuación del riesgo sistémico del país en el cual opera. En el caso de Argentina, el riesgo sistémico se evalúa en B2, reflejando la calificación de la deuda soberana nacional en la escala global de Moody's.

Determinación de la puntuación BCA con base en la matriz de combinación del riesgo idiosincrático con el riesgo sistémico

De la combinación de un BCA determinada en 5 con la evaluación del riesgo sistémico en B2, resulta una calificación estimada en b2.

Otros factores adicionales relevantes

Entorno Operativo

El entorno operativo para los gobiernos locales y regionales en Argentina se caracteriza por un PIB per cápita (base de paridad de poder de compra) elevado para ser una economía en desarrollo, una muy alta volatilidad económica y una baja clasificación en el Índice de Efectividad Gubernamental del Banco Mundial, indicando un elevado nivel de riesgo sistémico.

Evaluación de la probabilidad de apoyo extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de apoyo extraordinario por parte del gobierno provincial en favor de la municipalidad, reflejando la falta de antecedentes de una intervención oportuna por parte del gobierno provincial para prevenir una eventual situación de incumplimiento por parte del municipio.

Moody's también asigna un muy alto nivel de dependencia de incumplimiento entre la municipalidad y la provincia, lo que refleja un nivel medio de transferencias provinciales/nacionales, una similar estructura de ingresos como así también la integración de sus economías.

Información Considerada para la Calificación

- Cuentas generales y balances por los ejercicios fiscales 2008-2017.
- Presupuesto de Ingresos y Egresos aprobados correspondientes a los ejercicios 2006-2018,
- Estado de deuda financiera por los ejercicios 2012-2017 y a noviembre de 2018.
- Evolución de los recursos tributarios recaudados y del gasto comprometido depurado acumulado hasta septiembre de 2018,
- Normativa jurídica municipal,
- Información de gestión y obtenida de reuniones mantenidas con los responsables de la gestión económica y financiera del municipio,
- Información obtenida mediante reuniones mantenidas con funcionarios de la Municipalidad,
- Información obtenida de la página de Internet oficial de la Municipalidad de Córdoba: www.cordoba.gov.ar
- Ordenanza Nº 12.572, Decreto Nº 4399
- Ordenanza Nº 12.857, Decreto Nº 4207
- Borrador de prospecto del programa de emisión de Bonos de Deuda 2018 por un valor nominal de hasta ARS 800 millones a emitirse por la Municipalidad
- Fue utilizado el Manual de Procedimientos Para la Calificación de Riesgo de Gobiernos Sub-soberanos registrado mediantes Res.Nº18.811 de fecha 22/06/2017.

Calificaciones Finales Otorgadas

El Consejo de Calificación de Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., en su sesión ordinaria del día 24 de Enero de 2018 ha calificado de acuerdo al siguiente detalle –calificaciones en la escala nacional revisada que Moody's aplica para emisores argentinos-, a saber:

Instrumento	Calificación
Calificación de Emisor	A2.ar
Programa de Letras del Tesoro 2018 por un monto máximo en circulación de hasta ARS770 millones (y las series a emitirse dentro del mismo)	A2.ar
Bonos de Deuda 2018 por un valor nominal hasta ARS800 millones	A2.ar
Programa de Letras del Tesoro 2019 por un monto máximo en circulación de hasta ARS1000 millones (y las series a emitirse dentro del mismo)	A2.ar

Categoría A.ar: "Los emisores o emisiones con calificación A.ar muestran una capacidad de pago superior al promedio con relación a otros emisores locales". El modificador 2 indica que la calificación se ubica en el rango medio de su categoría genérica. La categoría A2.ar equivale a la categoría regulatoria A.

Apéndice 1. Tarjeta de Puntuación. Evaluación del riesgo de crédito base

Metricas crediticias

Riesgo Crediticio Base:	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub-factores	Total de Sub-factores	Ponderación de factores	Total
Planilla de puntuación 2017						
Factor 1: Fundamentos Económicos						
Fortaleza Económica	7	86.7	70%	5.2	20%	1.04
Volatilidad Económica	1		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	5		50%	5	20%	1.00
Flexibilidad Financiera	5		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) *	3	9.71	12.5%	3	30%	0.90
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.94	12.5%			
Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	23.10	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	3	19.40	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno						
Controles de Riesgo y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
Evaluación del Riesgo Idiosincrático						**4.44 (4)**
Evaluación del Riesgo Sistémico						**B2**
BCA Estimada						**b2**

Reporte Numero: 202557

Autor
Ursula Cassinerio

Asociado de Producción
David Dombrovskis

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN 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, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

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

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

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY's y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY's o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a titulo 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 Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los $1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investorr 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, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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

MOODY'S
INVESTORS SERVICE