

## CREDIT OPINION

5 December 2023

### Actualización


**Comparta sus  
comentarios**

### CALIFICACIONES

#### Ciudad de Medellín

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

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

Adrian Garza, CFA +52.55.1253.5709  
 VP-Sr Credit Officer  
 adrianjavier.garza@moodys.com

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

Guillermo Guiran +52.55.1253.5743  
 Rosaldo, CFA  
 Lead Ratings Associate  
 guillermo.guiran@moodys.com

Paula Malinauskas +54.11.5129.2600  
 Ratings Associate  
 paula.malinauskas@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

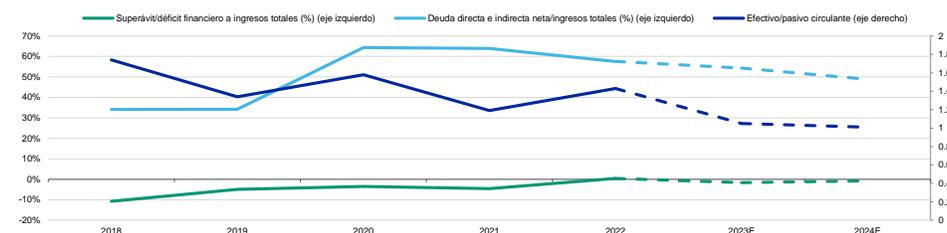
## Actualización del análisis crediticio

### Resumen

El perfil crediticio de la [Ciudad de Medellín](#) (Medellín, Baa2 estable) refleja una economía local diversificada con ingresos propios sólidos, déficits financieros recurrentes, niveles de endeudamiento moderados, además de una posición de liquidez adecuada. Medellín también se caracteriza por sus sólidas prácticas de administración y gobierno. En 2023 y 2024, la ciudad seguirá registrando déficits financieros a ingresos totales de 1.6% y 0.7%, respectivamente, mientras desarrolla su plan de inversiones. Si bien Medellín financia estos déficits con deuda, el aumento de los ingresos respaldará una reducción del apalancamiento. La deuda directa e indirecta neta disminuirá a 48.8% de los ingresos totales a fines de 2024 desde 57.6% en 2022. Estimamos que el balance de efectivo de la ciudad seguirá siendo adecuado durante 2023-2024 y cubrirá al menos 1.0x el pasivo circulante hacia fines de 2024 (ver los indicadores clave en la Figura 1).

Figura 1

**A pesar de los déficits financieros esperados, la liquidez seguirá siendo adecuada y la deuda disminuirá.**



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

### Fortalezas crediticias

- » Diversificación económica
- » Nivel manejable de pasivo por pensiones no fondeado
- » Sólidas prácticas de administración y gobierno

Este reporte es una traducción del original titulado [City of Medellin \(Colombia\): Update to credit analysis](#) publicado el 29 noviembre 2023.

## Debilidades crediticias

- » Déficits financieros recurrentes
- » Niveles moderados de deuda y de servicio de la deuda, incluyendo la deuda del Metro de Medellín

## Perspectiva de calificación

La perspectiva estable de la calificación refleja la perspectiva estable de la calificación del [Gobierno de Colombia](#) (Baa2 estable) debido al fuerte vínculo existente entre el soberano y Medellín. La perspectiva estable de Medellín también refleja nuestra expectativa de que, a pesar de registrar déficits financieros, la ciudad mantendrá una adecuada posición de liquidez —y el efectivo cubrirá al menos 1.0x el pasivo circulante— durante los próximos 12 a 18 meses.

## Factores que podrían generar un alza de la calificación

Podría haber un aumento de las calificaciones de Medellín si la calificación de Colombia mejorara y Medellín reforzara su posición de liquidez mientras mantiene niveles de deuda moderados.

## Factores que podrían generar una baja de la calificación

Podría haber presión a la baja sobre las calificaciones de Medellín en caso de una baja de la calificación de Colombia o si Medellín registrara déficits financieros superiores a los esperados, lo que provocaría un incremento significativo de los niveles de deuda y un deterioro de sus indicadores de liquidez.

## Indicadores clave

Exhibit 2

### Ciudad de Medellín

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
Deuda directa e indirecta neta/ingresos totales (%)	34.1	34.2	64.3	63.9	57.6	54.3	48.8
Gasto de intereses/ingresos totales (%)	1.4	1.9	1.8	1.4	2.3	3.4	3.1
Superávit (Déficit) Financiero a ingresos totales (%)	-10.7	-4.9	-3.5	-4.5	0.4	-1.6	-0.7
Ingresos propios discrecionales/ingresos totales (%)	39.2	41.8	38.1	39.9	37.8	41.2	39.3
Efectivo/pasivo circulante (x)	1.7	1.3	1.6	1.2	1.4	1.1	1.0
PBI per capita local como % del PBI per capita nacional [1]	108.0	109.2	112.1	112.8	112.3		

[1] Departamento de Antioquia

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

## Consideraciones crediticias detalladas

La calidad crediticia de Medellín, expresada en una calificación Baa2, refleja una evaluación del riesgo crediticio base (BCA, por sus siglas en inglés) de baa2 y una fuerte probabilidad de recibir apoyo extraordinario del gobierno central, así como una dependencia muy alta en caso de incumplimiento entre Medellín y el Gobierno de Colombia.

### Evaluación del riesgo crediticio base

#### La diversificación económica y la política fiscal activa respaldan la sólida recaudación 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 el comercio minorista, hotelería y alimentos (18.1% del producto interno bruto [PIB]); manufactura (15.8%); así como administración pública y defensa (10.5%).

La economía diversificada ha permitido que Medellín registre una sólida base de ingresos propios equivalente al 37.8% de sus ingresos totales en 2022, frente al 40% registrado en 2021, como resultado de un incremento en el denominador (ingresos totales) debido a mayores dividendos recibidos en ese año. Tras la caída de las recaudaciones en 2020 como consecuencia de la pandemia de

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para cualquier calificación crediticia a la que se hace referencia en esta publicación, vea la página del emisor/transacción en <https://ratings.moody.com> para consultar la información de la acción de calificación crediticia más actualizada y el historial de calificación.

coronavirus y la recesión económica, los ingresos tributarios aumentaron un 17.5% en 2022 y 10% en 2021. Los principales impuestos locales son el de industria, comercio y el predial, pero también hay otros impuestos como el de construcción, teléfono y gasolina. Además, la ciudad ha implementado medidas para aumentar las multas y contribuciones.

Medellín posee una política tributaria activa: mantiene un registro de contribuyentes actualizado y refuerza el pago de impuestos. Como resultado, a septiembre de 2023, el impuesto predial aumentó un 12% y el impuesto de industria y comercio, un 47%, en comparación con el mismo período de 2022. Esperamos que los ingresos propios del distrito serán de alrededor del 40% de los ingresos totales en 2023 y 2024, acorde con los niveles de 2021.

**A pesar del difícil plan de inversiones, estimamos que Medellín seguirá registrando un déficit financiero bajo**

La calidad crediticia de Medellín está respaldada por un historial de déficits financieros, que promediaron el 4.7% de los ingresos totales entre 2018 y 2022, lo que se explica principalmente por el programa de inversiones de capital. Sin embargo, en 2022, Medellín registró un superávit menor del 0.4% de los ingresos totales como resultado de mayores transferencias de [Empresas Públicas de Medellín E.S.P.](#) (EPM; Baa3 estable).

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 EPM, deuda y efectivo disponible. A medida que Medellín continúe desarrollando sus proyectos sociales y de infraestructura en 2023-2024, estimamos que la ciudad registrará déficits del 1.6% y 0.7% de los ingresos totales en 2023 y 2024, respectivamente. Los principales proyectos abarcan el mantenimiento y la modificación de establecimientos educativos; la adquisición de viviendas sostenibles; el fortalecimiento de la infraestructura de la red hospitalaria de Metrosalud; la provisión de infraestructura tecnológica para la comunidad educativa; la construcción y el mantenimiento de instalaciones deportivas y recreativas; así como la construcción de parques.

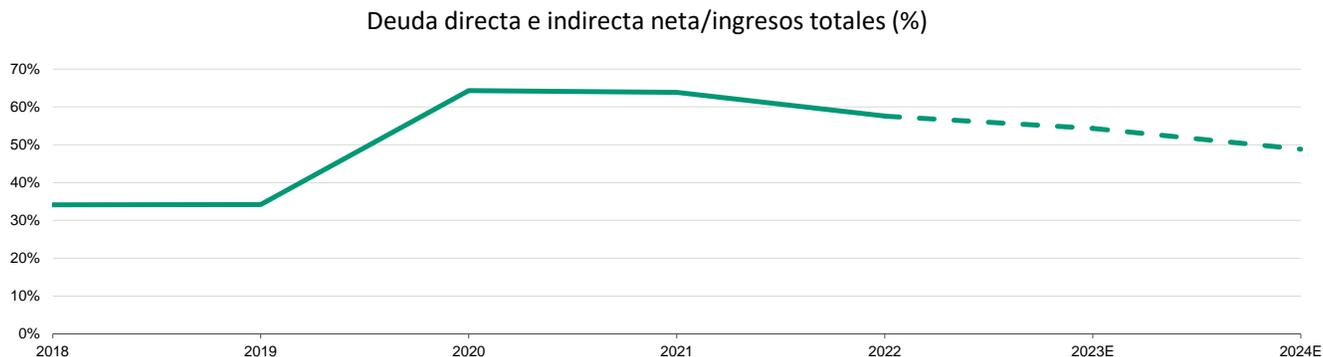
En el período 2020-2022, los dividendos de EPM representaron en promedio el 26% de los ingresos totales. Los dividendos se han utilizado principalmente para inversiones sociales y de capital. EPM es una empresa de servicios públicos propiedad del Distrito de Medellín, que provee directa o indirectamente a través de sus subsidiarias gas natural, energía eléctrica, agua y servicios de telecomunicaciones. Cada año, Medellín recibe como dividendos de EPM el 55% (30% ordinarios y 25% extraordinarios) del resultado neto del año anterior. En 2022, Medellín recibió COP1,851,000 millones —un 32.6% más frente a los COP1,396,000 millones recibidos en 2021—, que fueron destinados al financiamiento de una parte de los proyectos principales del plan de desarrollo de la ciudad, que está relacionado mayormente con salud y educación. El aumento de los dividendos se debe a los buenos resultados presentados por EPM en 2021. Sin embargo, para 2023, el monto de dividendos que le corresponde a Medellín es de COP1,670,000 millones, lo que representa COP330,000 millones menos que el monto presupuestado originalmente, ya que el resultado neto de EPM se vio perjudicado por el reconocimiento de pérdidas de una subsidiaria en 2022. A pesar de este déficit en los dividendos, Medellín pudo minimizar el impacto gracias a la sólida recaudación de ingresos tributarios, tal como se describió en la sección anterior.

**El aumento de los pagos de principal y las altas tasas de interés aumentarán el servicio de la deuda en 2023 y 2024, mientras que los niveles de deuda se mantendrán moderados.**

La calidad crediticia de Medellín toma en cuenta sus niveles moderados de deuda, que fueron equivalentes al 57.6% de los ingresos totales en 2022, frente al 63.9% en 2021. A pesar de que Medellín adquirió COP200,000 millones en 2022, el indicador de deuda se mantuvo estable debido al pago de COP185,858 millones y al aumento de los ingresos. Con fines analíticos, consideramos la parte de la deuda del Metro de Medellín que le corresponde a la ciudad porque la pandemia afectó el desempeño de la empresa. Medellín está en proceso de contraer una deuda de COP221,600 millones en 2023, mientras que el presupuesto para 2024 considera COP314,500 millones. No obstante, la amortización de la deuda y el aumento de los ingresos respaldarán una reducción de la deuda directa e indirecta neta/ingresos totales a 48.8% a fines de 2024.

Figura 3

La amortización de la deuda, junto con un importante aumento de los ingresos, ha llevado a niveles de deuda más bajos.



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

En 2004, el Gobierno de Colombia, la región de Antioquia, Medellín y los municipios del área metropolitana firmaron un acuerdo para pagar la deuda que la nación contrajo para el metro de Medellín. Desde entonces, la región de Antioquia contribuye con el impuesto al tabaco; y Medellín y los municipios, con el 10% de la sobretasa a la gasolina. Medellín contribuye con alrededor del 2% de los ingresos totales cada año, un nivel bajo y manejable para la ciudad. Sin embargo, el gobierno central apoyó a Medellín y a los municipios en 2020 y 2021 al eximirlos del pago.

Los pagos del servicio de la deuda representaron el 5% de los ingresos totales en 2022, en línea con el nivel de 2021, ya que el período de gracia de los pagos de principal de los préstamos adquiridos en 2019-2020 venció en 2021. Estimamos que el servicio de la deuda aumentará al 6.6% y 8.1% de los ingresos totales en 2023 y 2024, respectivamente, como resultado de su alta exposición a tasas de interés variables e importantes pagos de principal en 2024.

A septiembre de 2023, la deuda denominada en moneda extranjera de Medellín era del 25% (frente al 29.9% de la deuda total a diciembre de 2022), la cual ha ido disminuyendo en los últimos años. Como resultado, las estimaciones del balance de la deuda y el servicio de la deuda para esta porción de deuda están sujetas a la estabilidad del tipo de cambio del peso colombiano. La exposición a moneda extranjera corresponde a una deuda con la Agence française de développement (AFD) por USD125 millones. Esta exposición seguirá disminuyendo porque habrá pagos de principal de USD16.6 millones por año en 2024 y 2025. Medellín también está expuesta a tasas de interés porque solo el 25% de su deuda tiene tasa de interés fija a septiembre de 2023. La única deuda a tasa de interés fija corresponde a la de la AFD.

Medellín carece de cobertura ante su exposición a tasa de interés variable y tipo de cambio. Sin embargo, la administración de Medellín mitiga estos riesgos mediante un escenario de estrés para el tipo de cambio y la tasa de interés variable utilizado en las proyecciones de mediano plazo y en el presupuesto anual.

#### Los niveles de liquidez seguirán siendo adecuados independientemente de los próximos vencimientos en 2024 y 2025.

A pesar de los déficits financieros recurrentes de Medellín, su liquidez se mantuvo relativamente estable en los últimos cinco años. La liquidez de Medellín mejoró en 2022 como resultado del superávit de ese año. El efectivo y equivalentes de efectivo cubrieron 1.4x su pasivo circulante a fines de 2022, frente a 1.2x en 2021. En 2023 y 2024, esperamos un deterioro de los niveles de liquidez principalmente como resultado de un aumento del pasivo circulante debido a los importantes vencimientos de deuda en 2024 y 2025 de aproximadamente COP395,000 millones y COP300,000 millones, respectivamente. No obstante, esperamos que Medellín cierre 2023 con una posición de efectivo de más de COP850,000 millones, una suma suficiente para cubrir los vencimientos de deuda. Esperamos que la relación de efectivo a pasivo circulante se mantendrá en al menos 1.0x hasta 2024.

La política de liquidez de Medellín consiste en mantener al menos COP200,000 millones en efectivo e invertir el monto restante, además de no tener ninguna factura pendiente de pago más de cinco o seis días.

Los indicadores de liquidez de Medellín incluyen el efectivo disponible y el pasivo circulante ajustado. Desde 2018, Medellín ha adoptado las Normas Internacionales de Contabilidad para el Sector Público (NICSP). Como resultado, cada vez que los contribuyentes

adelantan pagos, principalmente relacionados con el impuesto de industria y comercio, el distrito tiene que crear una cuenta de pasivo hasta que el distrito disponga efectivamente de la tasa para cobrar el impuesto. Dado que el pasivo no es una obligación de pago, excluimos dicho monto de nuestros cálculos.

### Un nivel manejable de pasivo por pensiones no fondeado es positivo para el perfil crediticio de Medellín

De acuerdo con un estudio actuarial, que incluye a los trabajadores de Metrosalud (una empresa de Medellín que presta servicios de salud), el pasivo por pensiones representó COP2.2 billones al cierre de 2022. Si se consideran los activos que mantiene el distrito en el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet), el déficit actuarial representaría cerca del 33% de los ingresos totales en 2022, un monto manejable. Estas obligaciones por pensiones 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 el pago de las obligaciones en 2029.

### Consideraciones sobre el apoyo extraordinario

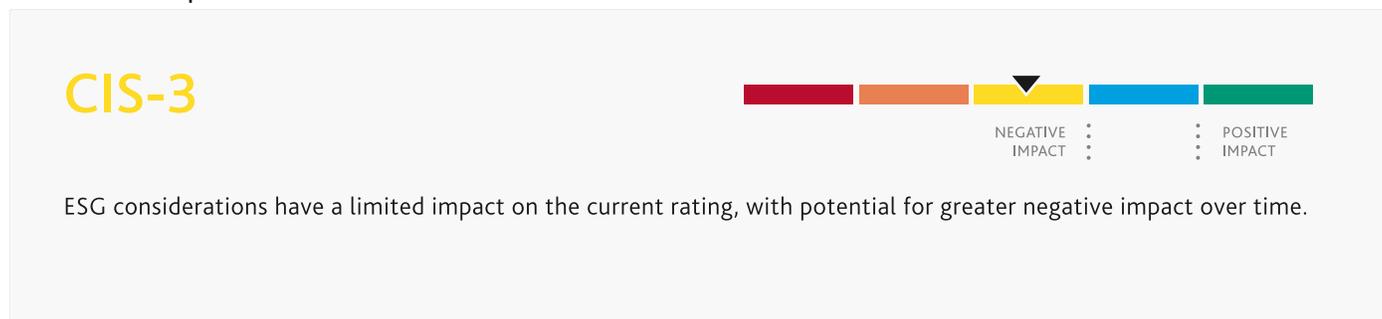
Existe una fuerte probabilidad de que el gobierno colombiano tome medidas para evitar un incumplimiento por parte de la ciudad. La fuerte probabilidad de apoyo refleja nuestra evaluación en torno al alto grado de supervisión que ejerce el gobierno central sobre los gobiernos locales y regionales.

### Consideraciones ESG

La puntuación del impacto crediticio ambiental, social y de gobierno (ESG, por sus siglas en inglés) de la ciudad de Medellín es CIS-3.

Figura 4

#### Puntuación del impacto crediticio ESG



Fuente: Moody's Investors Service

La puntuación **CIS-3** de Medellín indica que las consideraciones ESG tienen un impacto limitado en la calificación actual, y posiblemente tengan un mayor impacto negativo con el tiempo. También refleja el sólido marco institucional de Colombia para los gobiernos locales y regionales, que compensa parcialmente la exposición de Medellín a riesgos ambientales y sociales.

Figura 5

#### Puntuaciones del perfil de emisor ESG



Fuente: Moody's Investors Service

## Ambientales

La puntuación del perfil de emisor ambiental **E-3** de Medellín refleja su exposición al riesgo físico del cambio climático en forma de inundaciones y precipitaciones extremas que pueden afectar la infraestructura de la ciudad. Los componentes de descarbonización, residuos y contaminación de Medellín son bajos, dadas las inversiones de Medellín en transporte e infraestructura sostenibles.

## Sociales

La puntuación del perfil de emisor social **S-4** de Medellín refleja los altos riesgos relacionados con la desigualdad de los ingresos y la vivienda, que podría ser una fuente de malestar social. Medellín enfrenta desafíos moderados en términos de provisión y calidad de la educación, salud, seguridad, y acceso a los servicios básicos. Los riesgos adicionales relacionados con el gran número de inmigrantes venezolanos en Medellín aumentan la presión sobre la balanza fiscal del gobierno debido al incremento del gasto social, aunque podría haber efectos positivos a mediano plazo en la economía ya que aumentarían las inversiones y la productividad.

## Gobierno

La puntuación del perfil de emisor de gobierno **G-2** de Medellín refleja el sólido marco institucional de Colombia. Medellín presenta informes de manera oportuna con un nivel adecuado de transparencia, precisión y detalle de la información. El gobierno ha mantenido niveles de deuda relativamente moderados y una posición de liquidez estable.

Las puntuaciones del perfil de emisor y las puntuaciones del impacto crediticio ESG de la entidad/transacción calificada están disponibles en Moody's.com. Haga clic [aquí](#) para ir a la página de inicio de la entidad/transacción en MDC y vea la sección *ESG Scores* (Puntuaciones ESG) para conocer las últimas puntuaciones.

## Metodología de calificación y factores de la tarjeta de puntuación (scorecard)

En el caso de Medellín, la tarjeta de puntuación genera una BCA sugerida de ba1, dos escalones por debajo de la BCA asignada de Baa2. Dado que las entidades colombianas no diferencian el capital del gasto social, utilizamos déficits financieros, que representan inversiones de capital, como estimaciones de los márgenes operativos. Por lo tanto, según nuestra matriz, es probable que el déficit operativo bruto esté sobreestimado debido a las inversiones de capital, lo que explica parcialmente el diferencial de dos escalones. Moody's considera que el largo historial de gestión financiera conservadora de Medellín, no reflejado en la tarjeta de puntuación, mitiga parcialmente estos riesgos.

Para obtener más información sobre nuestro enfoque de calificación, consulte nuestra metodología de calificación [Regional and local governments](#), publicada el 16 de enero de 2018.

Figura 6

### Ciudad de Medellín Gobiernos locales y regionales

Evaluación del riesgo crediticio base (BCA) - Tarjeta de puntuación	Puntuación	Valor	Ponderación de los subfactores	Total de los subfactores	Ponderación de los factores	Total
<b>Factor 1: Fundamentos económicos</b>				<b>3.60</b>	<b>20%</b>	<b>0.72</b>
Fortaleza económica [1]	3	112.42%	70%			
Volatilidad económica	5		30%			
<b>Factor 2: Marco institucional</b>				<b>2</b>	<b>20%</b>	<b>0.40</b>
Marco legislativo	1		50%			
Flexibilidad financiera	3		50%			
<b>Factor 3: Posición financiera</b>				<b>3.50</b>	<b>30%</b>	<b>1.05</b>
Margen operativo [2]	7	-1.56%	12.5%			
Carga de intereses [3]	3	2.01%	12.5%			
Liquidez	5		25%			
Carga de la deuda [4]	3	57.57%	25%			
Estructura de la deuda [5]	1	9.92%	25%			
<b>Factor 4: Administración y gobierno interno</b>				<b>5</b>	<b>30%</b>	<b>1.50</b>
Controles de riesgos y administración financiera	1					

Gestión de inversiones y deuda	5		
Transparencia y divulgación financiera	5		
<b>Evaluación del riesgo idiosincrásico</b>			<b>3.67 (4)</b>
<b>Evaluación del riesgo sistémico</b>			<b>Baa2</b>
<b>BCA estimada</b>			<b>ba1</b>
<b>BCA asignada</b>			<b>baa2</b>

[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 2022.

## Calificaciones

Exposición 7

Category	Moody's Rating
<b>CIUDAD DE MEDELLÍN</b>	
Outlook	Stable
Baseline Credit Assessment	baa2
Calificación del emisor	Baa2
<b>EMPRESAS PUBLICAS DE MEDELLIN E.S.P</b>	
Outlook	Stable
Baseline Credit Assessment	ba1
Issuer Rating -Dom Curr	Baa3
Senior Unsecured	Baa3

Fuente: Moody's Investors Service

© 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, 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 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 directos, 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, COMERCIALIZACIÓN 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 calificadas 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.com](http://www.moody.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.

NÚMERO DE REPORTE

1390746

## CLIENT SERVICES

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