

## OPINIÓN CREDITICIA

## Medellín, Ciudad de

Colombia

## Índice:

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

## Contactos:

MÉXICO +52.55.1253.5700

Francisco Vázquez Ahued +52.55.1253.5729  
Assistant Vice President - Analyst  
francisco.vazquez-ahued@moodys.comRoxana Muñoz +52.55.1253.5735  
Assistant Vice President - Analyst  
roxana.munoz@moodys.comAlejandro Olivo +52.55.1253.5742  
Associate Managing Director  
alejandrolivo@moodys.com

LONDRES +44.20.7772.5454

David Rubinoff +44.20.7772.1398  
Managing Director - Sub Sovereigns  
david.rubinoff@moodys.com

## Calificaciones

## Medellín, Ciudad de

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

## Indicadores Clave

(AL 31/12)	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	6.7	16.4	15.6	21.8	18.8
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	0.5	0.7	1.3	1.0	1.6
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) <sup>[2]</sup>	0.8	-10.4	-3.9	-3.1	1.0
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	0.8	-10.4	-3.9	-3.1	1.0
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	39.4	42.6	41.7	41.2	30.0
Capital de Trabajo Neto / Gasto Total (%)	62.6	40.8	68.7	69.1	75.9
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%) <sup>[3]</sup>	98.2	97.3	97.3	97.5	-

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

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

[3] Información del Departamento de Antioquia

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

## Resumen de los Fundamentos de la Calificación

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

Las calificaciones también toman en cuenta el registro de resultados financieros (ingresos totales - excluyendo reservas del balance e ingresos por financiamiento - menos gastos totales) que promediaron - 3.1% de los ingresos totales entre 2010 y 2014 y niveles de deuda decrecientes. Al cierre del 2014, la deuda directa e indirecta neta representó un 18.8% de los ingresos totales. Las calificaciones también toman en cuenta una alta exposición de su deuda en moneda extranjera, la cual representó 60% de su deuda total al cierre de 2014.

### Comparación entre Emisores Nacionales

La Ciudad de Medellín tiene calificaciones de grado de inversión de Baa2. De acuerdo a datos publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística y a estimaciones de Moody's, el ingreso per cápita de Medellín se ubicó en 97.5% del promedio nacional.

### Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias de Medellín incluyen:

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

### Retos Crediticios

Los retos crediticios de Medellín incluyen:

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

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones es estable.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación al Alza

Un alza de la calificación de bonos del gobierno de Baa2 de Colombia y el registro de superávits financieros, junto con el mantenimiento de su posición de liquidez, podrían ejercer presión al alza en las calificaciones.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

La pérdida de disciplina fiscal que conduzca al registro de déficits financieros más altos y que a su vez conlleve al incremento en el nivel de endeudamiento por arriba de lo esperado y/o a un deterioro de los niveles de liquidez, podría ejercer una presión a la baja en las calificaciones. Asimismo, la baja de las calificaciones de bonos del gobierno de Baa2 de Colombia podría traducirse en una baja de las calificaciones de emisor de Medellín.

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

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

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

## Evaluación del Riesgo Crediticio Base

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

### Diversificación económica que apoya una base productiva de ingresos propios

La base económica y la posición de los ingresos propios otorgan flexibilidad financiera al municipio. Los principales impuestos locales son el de industria y comercio y el predial, pero también hay otra variedad de impuestos como lo son construcción, teléfono y gasolina. Medellín mantiene una política tributaria activa, al mantener el registro de contribuyentes actualizado y en reforzar la fiscalización. Entre 2013 y 2014, los ingresos propios pasaron del 41.2% al 30% de los ingresos totales. Esta caída en términos relativos se debe a que en 2014 Medellín obtuvo ingresos no recurrentes por la venta de acciones de UNE Telecomunicaciones, una empresa de la alcaldía, por COP 1.4 billones. No obstante, en términos absolutos, los ingresos propios crecieron 1.4% entre 2013 y 2014, por debajo de la tendencia histórica de 8%. Esto se debió a una caída del 14% en los ingresos no tributarios. Esperamos que los ingresos propios de Medellín vuelvan a crecer en línea con su tendencia histórica en 2015 y 2016.

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

### Moderados niveles de deuda y de servicio de la deuda

Al cierre de 2014, y como resultado del efecto base obtenido por los ingresos extraordinarios derivados por la venta de UNE, la deuda directa e indirecta neta fue equivalente a 18.8% de los ingresos totales y los costos del servicio de la deuda (intereses y capital) solamente representaron el 0.8% de los ingresos totales. No obstante, en términos absolutos, entre 2013 y 2014 la deuda de Medellín pasó de 843 mil millones a 1,014 millones de pesos colombianos. Este aumento se debe al desembolso de un crédito con la Agencia Francesa de Desarrollo (AFD).

A junio de 2015, el saldo de la deuda directa e indirecta neta de COP 1.043 mil millones está compuesto por COP 389 mil millones en bonos domésticos, COP 7.77 mil millones de un crédito (emitido en USD) con el Banco Interamericano de desarrollo (BID), y COP 646.28 mil millones de otro crédito con la AFD. A junio de 2015, la deuda en moneda extranjera representa 62% de la deuda total. Actualmente, Medellín se encuentra expuesta a riesgos de tipo de cambio ya que no cuenta con cobertura para estos riesgos. Sin embargo, el Municipio tiene autorización por parte del Ministerio de Hacienda para llevar a cabo la contratación de las coberturas y se encuentra en la negociación de las cartas de confirmación, que son lineamientos generales para la obtención de estos instrumentos. El riesgo crediticio que representa la deuda en moneda extranjera se ha agudizado tras la depreciación del peso colombiano durante 2015.

A finales de agosto de 2014, Medellín emitió bonos por COP 248.56 mil millones que refinancian su deuda bancaria. La serie por COP 134.86 mil millones es a 10 años y la otra serie por el monto restante es a 30 años. Estimamos que la deuda directa e indirecta neta represente 23% de los ingresos totales en 2015. Asimismo, estimamos que Medellín continuará cumpliendo con los indicadores de deuda estipulados en la Ley 358, la cual establece un marco regulatorio para los gobiernos locales y regionales de Colombia.

Se estima que los costos de servicio de la deuda como porcentaje de los ingresos totales permanecerán alrededor del 1.8% en 2015 y 2.5% en 2016. Estos niveles comparan favorablemente con sus pares nacionales e internacionales.

Desde 2004, el Gobierno de Colombia, región de Antioquia, Medellín y los municipios del área metropolitana firmaron un acuerdo para pagar la deuda que la nación pagó como garante del metro de Medellín. Desde entonces, la región de Antioquia contribuye con el impuesto al tabaco y los municipios con el 10% de la sobretasa a la gasolina. En 2014, Medellín contribuyó con COP 43,268 millones, un nivel bajo.

### Reto de mantener bajos déficits financieros

La calidad crediticia de Medellín está respaldada por el registro de resultados financieros globalmente balanceados. Entre 2010 y 2014, Medellín registró resultados financieros (ingresos totales menos gastos totales) que promediaron -3.1% de los ingresos totales (los ingresos totales no incluyen los recursos del crédito ni reservas del balance).

Entre 2014 y 2015, los ingresos totales crecieron 39.4% debido a la ya mencionada venta de UNE, así como al crecimiento sostenido de la tres principales fuentes de ingresos y principalmente de los ingresos de capital (+141%), los cuales incluyen las ventas de UNE, transferencias (+5.1%) e ingresos propios (+1.4%). Por otro lado, el gasto total incrementó en 34%, ya que aproximadamente COP 1.4 billones de los recursos por la venta de UNE fueron utilizados para la creación del Fondo Medellín, un proyecto fiduciario que incluye programas de inversión tales como: \$400,000 millones en educación y cultura, \$100,000 millones en inclusión y salud, \$100,000 millones en seguridad y \$800,000 millones en movilidad y sostenibilidad. A junio 30 de 2015, el Fondo Medellín presentaba una ejecución de \$1.2 billones. Por consiguiente, Medellín registró un superávit financiero (ingreso total menos gasto total) de 1% con respecto a sus ingresos totales.

Excluyendo los recursos extraordinarios obtenidos por la venta de UNE, al primer semestre de 2015, los ingresos y el gasto total, continúa con la misma evolución registrada en 2014; esto es, un crecimiento sostenido del ingreso y un incremento en el gasto básicamente generado por mayor gasto en inversión directa. Moody's estima que el resultado financiero en 2015 sea balanceado o con un déficit bajo y menor al 3% de los ingresos totales. El reto es mantener estos bajos déficits financieros en el futuro.

### Fuerte posición de liquidez

Dado el registro de resultados globalmente balanceados, la posición de liquidez del municipio se ha mantenido fuerte. Al cierre del 2014, el efectivo y las inversiones cubrían 2.0 veces el pasivo circulante. Asimismo, el efectivo y las inversiones a corto plazo ascendieron a COP 874 mil millones, mayor al saldo de la deuda directa e indirecta neta.

### Moderados niveles de pasivos por pensiones no fondeados

Medellín enfrenta un nivel de pasivos por pensiones no fondeados que, de acuerdo con un estudio actuarial del gobierno central, en 2014 fue de COP 2.2 billones, cerca del 30% de los ingresos totales de 2014. Estas obligaciones están respaldadas por un plan para su financiación y un calendario de pagos definido claramente, de acuerdo con la legislación colombiana.

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

## Consideraciones de Apoyo Extraordinario

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

## Resultados de la Matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base

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

La BCA generada por la matriz de ba1 refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 4 (presentado abajo) en una escala de 1 a 9, donde 1 representa la más fuerte calidad crediticia relativa y 9 la más débil; y (2) el riesgo sistémico de Baa2, reflejado en la calificación del bono soberano (Baa2 estable). La diferencia de 2 niveles refleja un número de factores que no captura el scorecard como las perspectivas de crecimiento económico y de ingresos propios en los próximos años.

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

## Acerca de las Calificaciones Sub-soberanas de Moody's

### Calificaciones en Escala Nacional y Global

Las Calificaciones en Escala Nacional de Moody's (NSRs por sus siglas en inglés) son medidas relativas de la calidad crediticia entre emisiones y emisores de deuda dentro de un país determinado, lo que permite que los participantes del mercado hagan una mejor diferenciación entre riesgos relativos. Las NSRs difieren de las calificaciones en la escala global en el sentido de que no son globalmente comparables contra el universo de entidades calificadas por Moody's, sino únicamente contra otras NSRs asignadas a otras emisiones y emisores de deuda dentro del mismo país. Las NSRs están identificadas por un modificador de país ".nn" que indica el país al que se refieren, como ".za" en el caso de Sudáfrica. Para mayor información sobre el enfoque de Moody's respecto de las calificaciones en escala nacional, favor de consultar la Metodología de

Calificación de Moody's publicada en junio de 2014 y titulada "[Correspondencia entre Calificaciones en Escala Nacional y Calificaciones en Escala Global de Moody's](#)".

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

#### Evaluación del Riesgo Crediticio Base

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

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

#### Apoyo Extraordinario

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

## Evaluación del riesgo de crédito base

## Métricas Crediticias

Scorecard – 2013	Puntuación	Valor	Ponderación De Sub-Factores	Total De Sub-Factores	Ponderación De Factores	Total
<b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	5	97.41	70%	5	20%	1.00
Volatilidad Económica	5		30%			
<b>Factor 2: Marco Institucional</b>						
Marco Legislativo	1		50%	2	20%	0.40
Flexibilidad Financiera	3		50%			
<b>Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento</b>						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-4.37	12.5%	2.25	30%	0.68
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.04	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	21.80	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	8.00	25%			
<b>Factor 4: Administración y Gobierno Interno- MAX</b>						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
<b>Evaluación de Riesgo Idiosincrásico</b>						<b>3.5(4)</b>
<b>Evaluación de Riesgo Sistémico</b>						<b>Baa2</b>
<b>BCA Estimada</b>						<b>ba1</b>

Número de Reporte: 185241

**Autor**  
**María del Carmen Martínez-Richa**

**Asociado de Producción**  
**Srinivasan Raghavan**

© 2015 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 CALIFICADORAS ("MIS") SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, PUDIENDO LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y ESTUDIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE 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. 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 OFRECEN 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 SON PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO 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, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIRSE, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR COMENTARIO 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.

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 por adelantado 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 DE DICHAS CALIFICACIONES 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, pagarés y títulos) 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 valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 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.moody.com](http://www.moody.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 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas. Sería peligroso que los inversores minoristas tomaran decisiones de inversión basadas en calificaciones crediticias de MOODY'S. En caso de duda, deberá ponerse en contacto con su asesor financiero u otro asesor profesional.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de plena propiedad de Moody's Group Japan G.K., propiedad al 100% de Moody's Overseas Holdings Inc., filial de entera propiedad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia de calificación crediticia filial al 100% de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"). Por consiguiente, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ no son Calificaciones Crediticias de la NRSRO. Las Calificaciones Crediticias Ajenas a la NRSRO son asignadas por una entidad que no es parte de la NRSRO y, por tanto, la obligación calificada no será susceptible de recibir ciertos tipos de tratamiento a tenor de las leyes estadounidenses. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia inscritas en la Agencia de Servicios Financieros de Japón, y sus números de registro son Comisionado para la Agencia Servicios Financieros (Calificaciones) [FSA Commissioner (Ratings)] N° 2 y 3, respectivamente.

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

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