

**CREDIT OPINION**

25 November 2020

**Actualización**
 Califique este reporte

**CALIFICACIONES**
**Medellin, City of**

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**

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

Matthew Walter +52.55.1253.5736  
 AVP-Analyst  
 matthew.walter@moodys.com

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

Alejandro Olivo +1.212.553.3837  
 Associate Managing  
 Director  
 alejandro.olivo@moodys.com

**CLIENT SERVICES**

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

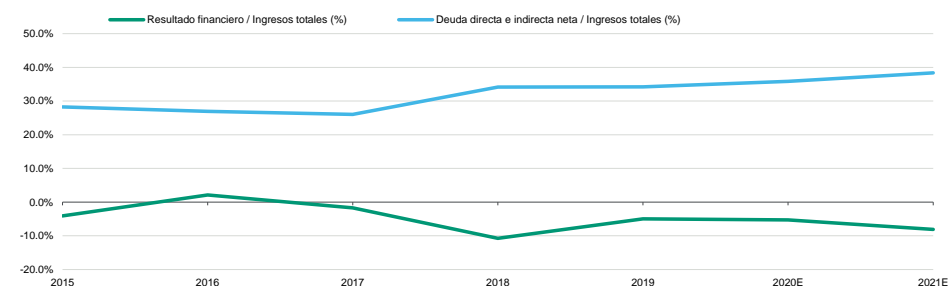
# Ciudad de Medellín (Colombia)

## Actualización del análisis crediticio

**Resumen**

El perfil crediticio de la [Ciudad de Medellín](#) (Baa2 estable) refleja la diversificación de su economía local, así como sus sólidas prácticas de gobierno y gestión. El perfil crediticio de Medellín también toma en cuenta nuestra expectativa de que la ciudad continuará registrando déficits financieros en 2020 y 2021 en torno al 6,7% de los ingresos totales, en promedio; esto se debe a que esperamos que la pandemia del coronavirus y la contracción económica conduzcan a una menor recaudación de ingresos y mayores gastos relacionados principalmente con la infraestructura para reactivar la economía. Esperamos que Medellín financie parcialmente esos déficits mediante la contracción de deuda, la cual aumentará a alrededor del 38,4% de los ingresos totales para 2021. Asimismo, estimamos que el financiamiento del déficit podría deteriorar aún más la posición de efectivo, la cual cubrirá 0,6x el pasivo circulante hacia fines de 2021.

Gráfico 1

**Los déficits financieros provocarían un deterioro de la liquidez de Medellín en 2020 y 2021.**


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

**Fortalezas crediticias**

- » Diversificación económica
- » Niveles moderados de deuda y de servicio de la deuda

**Debilidades crediticias**

- » Déficits financieros moderados

Este reporte es una traducción del original titulado [City of Medellin \(Colombia\): Update to credit analysis](#) publicado el 25 noviembre 2020.

- » Deterioro de la liquidez
- » Exposición a la deuda en moneda extranjera
- » Moderado pasivo por pensiones no fondeado

## Perspectiva de la calificación

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que, a pesar de que Medellín registrará déficits financieros relativamente bajos, la deuda se mantendrá en niveles moderados y la liquidez no se deteriorará aún más en los próximos 12-18 meses.

## Factores que podrían producir un alza de la calificación

Si bien un alza de la calificación es poco probable, dado que Medellín tiene la misma calificación que el [Gobierno de Colombia](#) (Baa2 estable) y ambos tienen perspectiva estable, podríamos considerar subir la calificación de Medellín si la de Colombia aumenta y si la ciudad registra una fuerte posición de liquidez sostenida y niveles de deuda moderados.

## Factores que podrían producir una baja de la calificación

Consideraríamos bajar la calificación de Medellín si la de Colombia disminuye o si la ciudad registra altos déficits financieros, lo que llevaría a altos niveles de deuda o a un mayor deterioro de las métricas de liquidez, o a ambas circunstancias.

## Indicadores clave

Gráfico 2

### Ciudad de Medellín

(Year ending 12/31)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Ttotales (%)	28.2	26.9	26.0	34.1	34.2	35.8	38.4
Pago de Intereses / Ingresos Totales (%)	1.6	1.8	1.2	1.4	1.9	2.0	2.1
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) [1]	-4.1	2.1	-1.7	-10.7	-4.9	-5.3	-8.1
Superávit (déficit) financiero / Ingresos Totales (%)	-4.1	2.1	-1.7	-10.7	-4.9	-5.3	-8.1
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Totales (%)	41.7	44.2	39.1	39.2	41.8	39.3	41.6
Efectivo / Pasivos Circulantes (x)	0.8	1.7	1.4	0.9	0.7	0.6	0.6
PIB per cápita / Promedio Nacional (%) [2]	106.8	108.5	106.7	106.6	-	-	-

[1] A lo largo de esta publicación, esta razón corresponde al superávit (déficit) financiero/ingresos totales.

[2] Departamento de Antioquia

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

## Detalle de los fundamentos de la calificación

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

## Evaluación del riesgo crediticio base

### Diversificación económica y altos niveles de ingresos propios

Medellín es la segunda ciudad más poblada de Colombia (aproximadamente 2,5 millones de habitantes) y cuenta con una base económica diversificada. Los principales sectores son la industria manufacturera (16% del PIB), el comercio (16%), así como la administración pública y defensa (13%).

La economía diversificada ha permitido que Medellín registre una recaudación alta de ingresos propios, equivalente al 41,8% de sus ingresos totales en 2019. Los principales impuestos locales son el de industria, comercio y el predial, pero también hay otros impuestos como el de construcción, teléfono y gasolina.

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

Medellín posee una política tributaria activa, al mantener el registro de contribuyentes actualizado y reforzar el pago de impuestos constantemente. Como resultado, los ingresos propios crecieron a una tasa anual compuesta de crecimiento (CAGR, por sus siglas en inglés) del 6,4% durante el periodo 2015-2019. Adicionalmente, a partir de 2020, el impuesto de industria y comercio, que representa el 42% de los impuestos recaudados totales o el 28% del total de los ingresos propios de Medellín, será recaudado por el Simple.

El gobierno nacional estableció la creación de un impuesto unificado denominado SIMPLE que será recaudado por los gobiernos locales. El propósito principal es la formalización y generación de empleo y entró en vigor a partir de enero de 2020. El nuevo régimen es opcional y consiste en la integración de hasta seis impuestos diferentes en una sola declaración anual: impuesto sobre la renta; impuesto nacional al consumo; al valor agregado; de industria y comercio; sobretasa bomberil; así como avisos y tableros. A este régimen se pueden inscribir los empresarios que tengan ingresos inferiores a 80.000 Unidades de Valor Tributario (UVT), lo que podría potencialmente incrementar el crecimiento de los ingresos tributarios en el mediano plazo, al incorporar contribuyentes adicionales.

Sin embargo, a septiembre de 2020, los ingresos tributarios disminuyeron 9% con respecto al mismo período del año pasado, lo cual refleja la recesión económica y la pandemia. Si bien hubo una reducción de los ingresos tributarios totales, esperamos una recuperación en el cuarto semestre del año, dado que Medellín implementó medidas como el aplazamiento del pago de impuestos, mismos que se cobrarán durante el periodo de julio a diciembre. Como resultado, estimamos que los ingresos propios representarán el 39,3% de los ingresos totales en 2020. Para 2021, estimamos una recuperación de los ingresos propios del 41,6% de los ingresos totales. El aumento refleja nuestra expectativa de que el PIB real de Colombia crecerá un 4,8%.

#### **Dificultades para mantener bajos déficits financieros**

La calidad crediticia de Medellín está respaldada por un historial de bajos requerimientos financieros, los cuales promediaron 3,9% de los ingresos totales entre 2015 y 2019. Durante el ejercicio 2019, el déficit financiero fue equivalente a 4,9% de los ingresos totales, una cifra menor a la registrada en 2018 del 10,7%. La mejora se debió principalmente a una disminución del gasto de capital de 26% en comparación con 2018. Sin embargo, el gasto operativo aumentó 5,1% en comparación con el crecimiento de 2,9% de los ingresos totales, lo que llevó al déficit financiero.

Los principales proyectos que la Ciudad de Medellín ejecutó están relacionados con educación, salud, vivienda y transporte público, los cuales se financiaron mediante transferencias extraordinarias de [Empresas Públicas de Medellín E.S.P](#) (EPM) (Baa3 negativa), deuda y efectivo disponible. Debido a que durante 2020 y 2021, Medellín continuó con el desarrollo de obras públicas para fomentar la recuperación económica, esperamos que la ciudad registre un déficit promedio de alrededor de 6,7% de los ingresos totales. Algunos de los proyectos más importantes que se están ejecutando son las Autopistas para la Prosperidad, así como el mejoramiento y la construcción de parques y vías.

Aproximadamente el 23% de los ingresos de Medellín provienen de los dividendos pagados por EPM, los cuales, a pesar de no estar etiquetados, se utilizan para gastos de capital. EPM es un servicio público propiedad del municipio de Medellín que provee directa o indirectamente a través de sus subsidiarias gas natural, energía eléctrica, agua y servicios de telecomunicaciones. Durante 2019, el municipio recibió ingresos por COP 1.289.652 millones, los cuales fueron destinados al financiamiento de una parte de los proyectos del plan de desarrollo de la ciudad, principalmente los relacionados con salud y educación.

A pesar de la contingencia relacionada con el Proyecto Hidroeléctrico Ituango de EPM y la pandemia, esperamos un incremento de los dividendos en 2020, lo que representa el 27% de los ingresos totales. Para agosto, Medellín ya había recibido dividendos por un valor de COP 1.488.319 millones. Como consecuencia y dado el ambicioso plan de infraestructura de Medellín, esperamos que la ciudad registre un déficit financiero de alrededor del 5,3% de sus ingresos totales en 2020 y del 8,1% en 2021.

#### **Niveles moderados de deuda y de servicio de la deuda**

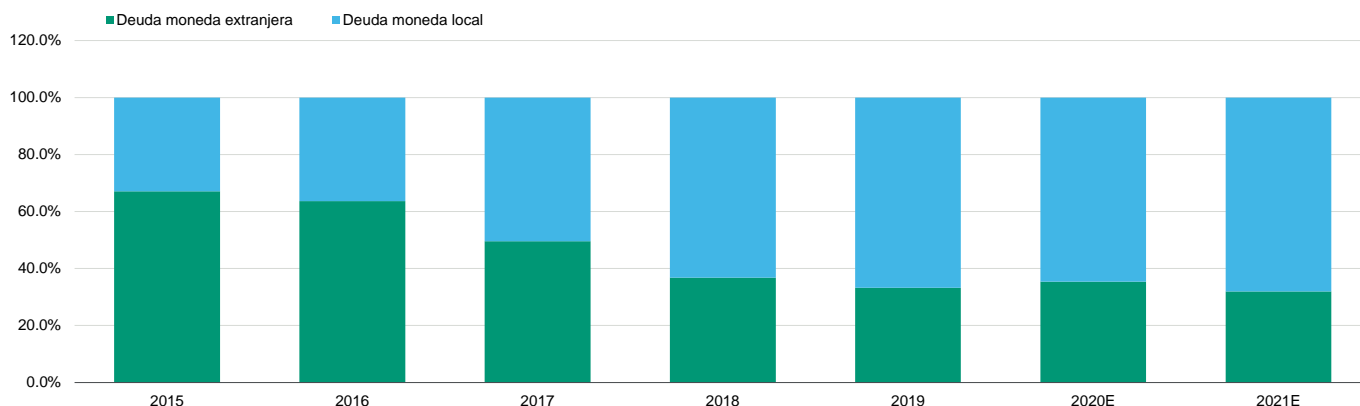
El perfil crediticio de Medellín está respaldado por niveles de deuda moderados, los cuales eran equivalentes al 34,2% de los ingresos totales en 2019, un nivel similar al registrado en 2018 de 34,1%. Los niveles estables de deuda reflejan el hecho de que Medellín contrajo una nueva deuda de COP 153.000 millones durante 2019 para financiar sus proyectos más importantes. Esperamos que el municipio contraerá COP 120.000 millones durante 2020 y que sus niveles de deuda aumentarán a 35,8% de los ingresos totales: un nivel aún moderado.

El servicio de la deuda representó el 3,9% de los ingresos totales en 2019, una cifra mayor frente al 2,4% registrado en 2018. Debido a los periodos de gracia de los diferentes préstamos, estimamos que el servicio de la deuda podría mantenerse en niveles similares a los de 2019, equivalentes al 4,1% de los ingresos totales, y que en 2021 podría aumentar a 4,3%.

Dado el alto porcentaje de la deuda de Medellín en moneda extranjera (33,3% de la deuda total a diciembre de 2019), el cual ha disminuido últimamente, nuestras proyecciones están sujetas a la estabilidad del tipo cambiario del peso colombiano. Una depreciación adicional del peso colombiano podría ejercer presión al alza en las métricas de deuda de Medellín.

Gráfico 3

### Medellín registra una alta proporción de deuda en moneda extranjera.



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

Como resultado del nivel de deuda en moneda extranjera, la exposición al tipo de cambio constituye una de las dificultades crediticias más importantes, ya que Medellín no cuenta con cobertura para estos riesgos. La administración de Medellín mitiga parcialmente el riesgo de tipo de cambio mediante un escenario de estrés para el tipo de cambio utilizado en las proyecciones de mediano plazo y en el presupuesto anual. Esperamos que el riesgo crediticio que representa la deuda en moneda extranjera continúe en 2020 y 2021.

Desde 2004, el Gobierno de Colombia, región de Antioquia, Medellín y los municipios del área metropolitana firmaron un acuerdo para pagar la deuda que la nación pagó como garante del metro de Medellín. Desde entonces, la región de Antioquia contribuye con el impuesto al tabaco y los municipios con el 10% de la sobretasa a la gasolina. El pago de dicha deuda representó menos del 1% de los ingresos totales para Medellín, un nivel bajo y manejable para el municipio.

### Deterioro de la liquidez

Como resultado de los resultados deficitarios del ejercicio 2018, así como por cambios contables, la posición de liquidez del municipio ha disminuido desde 2018. El efectivo y las inversiones cubrieron 0,7x el pasivo circulante a fines de 2019, mientras que el capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) representó el 48,7% de los egresos totales. Estos indicadores de liquidez consideran que casi el 50% del pasivo circulante son estimaciones del pasivo por pensiones no fondeado y cobros anticipados del impuesto de industria y comercio, una práctica no seguida por sus pares regionales.

Sin considerar dichos pasivos, el indicador de efectivo a pasivo circulante fue de 2,7x a diciembre de 2019. Dados los planes de financiar parcialmente los déficits en 2020 y 2021 a través de deuda, esperamos un deterioro de la liquidez de 0,6x.

### Nivel moderado de pasivo por pensiones no fondeado

De acuerdo con el estudio actuarial, que incluye a los trabajadores de Metrosalud (empresa pública de Medellín que presta servicios de salud), el cálculo actuarial representó COP 2,8 billones al cierre de 2019. Si se sustraen los activos que se encuentran en el saldo de reserva del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet), el pasivo actuarial representaría cerca del 35% de los ingresos totales de 2019. Estas obligaciones están respaldadas por un plan para su financiamiento y un calendario de pagos definido claramente, de acuerdo con la legislación colombiana.

El gobierno nacional ejerce un alto grado de supervisión en la administración de las obligaciones por pensiones, incluidos el cálculo del pasivo por pensiones no fondado y el monitoreo de las contribuciones de pensiones, con el objetivo de garantizar que se paguen las obligaciones hacia 2029.

### Consideraciones de apoyo extraordinario

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

## Consideraciones ESG

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

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

Las consideraciones ambientales no son importantes para el perfil crediticio de Medellín. El principal desafío ambiental para el municipio está vinculado a la contaminación del aire. Como resultado, el municipio ha implementado programas para tratar de disminuir la contaminación, como por ejemplo, el cambio de transporte público a uno menos contaminante (camiones de gas) o los Planes de Movilidad Empresarial, que fomentan el uso responsable de modos de transporte en las empresas privadas. La inversión de Medellín para atender la contaminación fue menor al 2% del presupuesto, por lo que no representa una presión financiera. Adicionalmente, Medellín tiene amplia disponibilidad de agua, y los servicios son prestados por EPM de manera eficiente y con amplia cobertura a la población cercana al 100%.

Respecto a riesgos sociales, Medellín no enfrenta presiones particulares, la población cuenta con una adecuada cobertura de servicios básicos. Sin embargo, la migración de Venezuela podría poner presión en los próximos cinco a diez años, en caso de continuar. Actualmente, los programas relacionados con gasto social del municipio han sido suficientes para cubrir los servicios que requiere la población por lo que la migración actualmente no ha puesto presión a las finanzas del municipio.

Las consideraciones de gobierno interno y administración son importantes para el municipio de Medellín y se encuentran incorporadas en las calificaciones. Medellín cumple con las reglas y regulaciones de este marco institucional y presenta estados financieros de manera clara, detallada y puntual. Medellín tiene sólidas prácticas de planificación y ejecución del gasto de infraestructura, así como del manejo de deuda, cuenta con fuertes órganos fiscalizadores que aseguran el buen manejo de las finanzas públicas.

En la sección "Evaluación del riesgo crediticio base" se proporcionan más detalles. Nuestro enfoque de ESG se explica en nuestra metodología intersectorial "[Principios generales para evaluar riesgos ambientales, sociales y de gobierno corporativo](#)", publicada en enero de 2019.

### Metodología de calificación y factores de la tarjeta de puntuación

En el caso de Medellín, la matriz BCA genera una BCA estimada de baa3, cercana a la BCA de baa2 asignada por el Comité de calificación. La BCA de baa3 generada por la matriz refleja una puntuación de riesgo idiosincrático de 3 (mostrada abajo) sobre una escala de uno a nueve, donde uno representa la calidad crediticia relativa más fuerte y nueve, la más débil; y una puntuación de riesgo sistémico de Baa2, reflejo de la calificación de bonos soberanos de Colombia.

Gráfico 4

## Ciudad de Medellín

## Gobiernos locales y regionales

Evaluación del Riesgo de Crédito Base	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub-factores	Total de Sub-factores	Ponderación de Factores	Total
<b>Scorecard 2018</b>						
<b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita	5	107.57	70%	3.6	20%	0.72
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 (%)	5	-0.96	12.5%	2	30%	0.60
Pago de intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.43	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	26.00	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	3.80	25%			
<b>Factor 4: Governance and Management - MAX</b>						
Controles de Riesgos y Administración Financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
<b>Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje</b>						<b>3.22(3)</b>
<b>Evaluación de Riesgo Sistémico</b>						<b>Baa2</b>
<b>BCA Estimada</b>						<b>baa3</b>

Fuente: Moody's Investors Service

## Calificaciones

Exhibit 5

Category	Moody's Rating
<b>MEDELLIN, CITY OF</b>	
Outlook	Stable
Calificación del emisor	Baa2
<b>EMPRESAS PUBLICAS DE MEDELLIN E.S.P</b>	
Outlook	Negative
Issuer Rating -Dom Curr	Baa3
Senior Unsecured	Baa3

Fuente: Moody's Investors Service

© 2020 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 CONSTITUYEN LAS 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 INVESTORS SERVICE 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 INVESTORS SERVICE 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, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

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

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

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

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIABILIDAD O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moodys.com](http://www.moodys.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado – Gestión Corporativa – Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJJK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJJK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del 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 JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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

NÚMERO DE REPORTE 1254647



## CLIENT SERVICES

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