

OPINIÓN CREDITICIA

México, Estado de

México

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	4
RESULTADOS DE LA MATRIZ DEL MODELO DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	4
ACERCA DE LAS CALIFICACIONES SUBSOBERANAS DE MOODY'S	5
EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO BASE	6
ANEXO.- CRÉDITOS CALIFICADOS (VALOR NOMINAL ORIGINAL)	7

Contactos:

MÉXICO	+52.55.1253.5700
María del Carmen Martínez-Richa	+52.55.1253.5729
Vice President- Senior Analyst	mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com
Roxana Munoz	+52.55.1253.5721
Assistant Vice President - Analyst	roxana.munoz@moodys.com
Alejandro Olivo	+52.55.1253.5742
Associate Managing Director	alejandro.olivo@moodys.com
LONDRES	+44.20.7772.5454
David Rubinoff	+44.20.7772.1398
Managing Director - Sub Sovereigns	david.rubinoff@moodys.com

Calificaciones

México, Estado de

Categoría	Calificación de Moody's
Perspectiva	Estable
Calificaciones del Emisor	
Escala Nacional de México	A1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Ba1
Calificaciones de Deuda en Anexo	

Indicadores Clave

(Al 31/12)	2010	2011	2012	2013	2014
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Operativos (%) ^[1]	23.6	25.9	25.3	22.9	19.9
Pago de Intereses/Ingresos Operativos ^[1] (%)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5
Balance Operativo Bruto /Ingresos Operativos (%) ^[2]	(3.4)	(1.8)	(3.0)	(0.2)	0.1
Superávit (Déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	(3.4)	(1.8)	(3.0)	(0.2)	0.1
Gastos de Capital/Egresos Totales (%)	17.6	15.5	15.6	14.4	17.9
Ingresos Propios Discrecionales/Ingresos Operativos ^[1] (%)	6.8	6.1	7.0	7.1	9.1
PIB per Capita/Promedio Nacional (%)	69.3	67.3	67.0	67.8	-

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

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

Esta Opinión Crediticia proporciona una discusión detallada de las calificaciones del [Estado de México](#), y debe ser acompañada de la información de calificaciones disponible en la página de Internet de Moodys.

Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de emisor de A2.mx (Escala Nacional de México) y Ba2 (Escala Global, Moneda Local) asignadas al Estado de México reflejan una economía dinámica y diversificada, la cual contribuye con cerca del 10% de producto interno bruto de México, una sólida posición de liquidez y niveles de deuda moderados. La liquidez medida a través del capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) se situó en 6% de los gastos totales al cierre del 2014 y la deuda directa e indirecta neta representó 19.9% de los ingresos totales. Estos factores se compensan por altos pasivos por pensiones, pero que disminuyeron gracias a la reforma al sistema realizada en 2013.

Eventos Recientes

El 21 de agosto de 2015, Moody's cambió la perspectiva a positiva de estable y afirmó las calificaciones de emisor del Estado de México en Ba2/A2.mx. El cambio en la perspectiva refleja el registro de resultados financieros consolidados relativamente balanceados en 2013 y 2014 y el mantener niveles de deuda moderados, así como una posición de liquidez positiva.

Comparación entre Emisores Nacionales

El Estado de México está calificado en la parte media baja del rango de calificaciones para los estados mexicanos, cuyas calificaciones abarcan de Ba3 a Baa1. La posición del Estado de México respecto a sus pares nacionales refleja un nivel de liquidez y de ingresos propios superior a la mediana de los estados calificados Ba y un nivel de deuda mayor a la mediana.

Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias del Estado de México incluyen:

- » Fuerte base económica
- » Nivel de endeudamiento moderado
- » Amplia posición de liquidez

Retos Crediticios

Los retos crediticios del Estado de México incluyen:

- » Registro de déficits financieros
- » Muy altos pasivos por pensiones

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es positiva.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación al Alza

Aunque los pasivos por pensiones no fondeados son altos, un alza de las calificaciones de emisor podría materializarse si el estado continúa ajustando el gasto respecto al crecimiento del ingreso y por consiguiente, los resultados financieros consolidados permanecen cercanos al equilibrio y los niveles de deuda no aumentan sustancialmente.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Dada la perspectiva positiva, una baja en las calificaciones del emisor es poco probable, sin embargo, un cambio en la disciplina financiera que resulte en un aumento en los niveles de deuda, podría llevar a cambiar la perspectiva a estable.

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

Detalle de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones asignadas al Estado de México combina la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado y la probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del Gobierno Federal, en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

Evaluación del Riesgo Crediticio Base

La BCA del Estado de México de ba2 refleja los siguientes factores:

Importante base económica

La economía estatal es una de las más grandes del país y contribuye con alrededor del 10% del PIB nacional y 14.8% de la producción industrial. Su población asciende a cerca de 16 millones de habitantes (14% de la población nacional) y ha crecido a una tasa superior a la del país. A pesar de ser la segunda más grande economía del país, el PIB per cápita representa sólo el 66.9% de la media nacional.

Registro de déficits financieros

El estado de México ha registrado bajos déficits financieros, los cuales promediaron -1.7% de los ingresos totales entre 2010 y 2014. En 2014, el estado aumentó tanto la tasa como la base del impuesto sobre remuneraciones al trabajo personal. La tasa pasó a 3% de 2.5% y la base aumentó debido a que el estado empezó a cobrar este impuesto para los empleados del sector público. Por consiguiente los ingresos propios aumentaron en un 50% respecto a 2013 y el nivel de ingresos propios pasó a 9.1% de los ingresos totales en 2014 de 7.1% en 2013. Estas medidas amplían la flexibilidad financiera del estado ya que dispone de mayores ingresos discrecionales. Además, el estado ha registrado un aumento importante de las transferencias federales, tanto participaciones como las aportaciones y convenios, las cuales crecieron en 11.9% y 15.4%, respectivamente. Dado este contexto favorable, los ingresos totales crecieron en 16.4%. Asimismo, el estado ha logrado mantener el crecimiento del gasto en línea con el ingreso y registró un resultado financiero equivalente a 0.1% de los ingresos totales.

Para el 2015, Moody's estima que el crecimiento de los ingresos sea moderado, debido al menor crecimiento de los ingresos por participaciones en el sector y a un más limitado crecimiento de los ingresos propios respecto a 2014. Por el lado del gasto, el estado lleva a cabo medidas para contenerlo y estimamos que registre un resultado financiero cercano al equilibrio.

Sólida posición de liquidez

Dado el registro de bajos déficits financieros, la liquidez del estado se ha mantenido en un nivel sólido. La liquidez medida a través del capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) se ubicó en 6% de los gastos totales en 2014 lo cual es un factor crediticio positivo ya que permitiría contrarrestar choques externos imprevistos.

Nivel de deuda moderado

El estado de México tiene prácticas conservadoras de manejo de la deuda, la deuda respecto a los ingresos se ha mantenido estable en los últimos años. Además varios créditos cuentan con tasas de interés fijas o coberturas de tasa de interés y ha refinanciado la deuda para mejorar las condiciones de sus créditos. La deuda directa e indirecta neta representó 19.9% de los ingresos totales en 2014, un nivel moderado. El servicio de la deuda representó 1.9% de los ingresos totales por debajo del 2.2% registrado en 2013 gracias al refinanciamiento y restructura de MXN 10.3 mil millones llevada a cabo en 2014.

Para 2015, el estado podría contratar deuda adicional, de conformidad con la Ley de Ingresos de 2015. Sin embargo, dado que esperamos que el estado registre un bajo déficit financiero, estimamos que la deuda directa e indirecta neta se mantendrá en alrededor de 20% de los ingresos totales. Gracias al

refinanciamiento y aunque el estado contrate deuda adicional, se estima que el servicio de la deuda se mantenga inferior al 2% de los ingresos totales en 2015.

Al cierre del 2014, el saldo de la deuda directa fue de MXN 32.2 mil millones de pesos en deuda bancaria, la cual se paga a través de un fideicomiso maestro (CI Banco SA) en el que la fuente de pago son el 100% de sus transferencias por participaciones federales y el 25% Fondo de Aportaciones para el Fortalecimiento de las Entidades Federativas (FAFEF). Dentro de este saldo hay MXN 2,870 millones con Banobras dentro del programa del Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad (PROFISE) del Gobierno Federal. Bajo este programa, el estado de México pagará intereses mensuales y el capital será pagado a través de un bono cupón cero emitido por el Gobierno Federal. Moody's excluye esta obligación en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta, ya que el estado no pagará el capital. Sin embargo, se añade el pago de intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

La deuda indirecta bruta está compuesta principalmente por la deuda emitida por el Instituto de la Función Registral, organismo descentralizado del estado y de los proyectos de asociación pública y privada (P3 por sus siglas en inglés). Moody's incluye una parte de las obligaciones relacionadas con las asociaciones pública-privadas en el cálculo de la deuda directa e indirecta. Los P3, que en general proveen servicios esenciales, derivan sus ingresos de los pagos efectuados por el gobierno en cuestión. Los pagos están diseñados para cubrir los costos, incluyendo los costos operativos y los costos por servicio de la deuda, los cuales es muy probable que el estado asuma directamente en caso de que el P3 fracase.

En 2009, se llevaron a cabo cuatro proyectos (un hospital, un centro cultural y dos proyectos viales) con una inversión total estimada de MXN 3.8 mil millones. En 2010, el estado inició tres P3 adicionales para financiar proyectos de hospitales y carreteras por un monto total estimado de MXN 3.7 mil millones. Todos los proyectos ya se encuentran en operación y los pagos por contraprestación son cubiertos a través de un fideicomiso que recibe los ingresos por el impuesto a las remuneraciones del trabajo del estado. Estos proyectos también cuentan con una garantía financiera de Banobras. Estimamos que en 2015, el pago por concepto de contraprestación de los proyectos represente 1.2% de los ingresos totales.

Altos pasivos por pensiones

En términos de pensiones, el Instituto de Seguridad Social del Estado de México y Municipios (ISSEMyM) es el organismo público a cargo de las pensiones de los empleados del estado y de los municipios. El sistema de pensiones tiene una estructura mixta, con algunos empleados bajo un sistema de pensiones de cuentas individuales, lo que limitará la acumulación de pasivos en el futuro. El estado de México llevó a cabo una reforma que entró en vigor en 2013, en la que la edad de retiro aumenta progresivamente, así como las aportaciones que se realizan al sistema, lo cual disminuyó el déficit actuarial, el cual pasó a 330% de los ingresos totales de 2014 de 505% en 2013 (tasa de descuento del 3.5%). A pesar de la importante disminución del pasivo, éste es elevado y uno de los más altos del país. Sin embargo, las contribuciones sólo representan 3.3% de los ingresos totales en 2014.

Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de México. La baja probabilidad refleja la apreciación de Moody's de las medidas que ha tomado el ejecutivo federal para impulsar la autonomía y responsabilidad fiscal de los estados.

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

En el caso de México, la matriz BCA, genera una BCA estimada de baa3, comparada con la BCA asignada por el comité de calificación de ba2.

La BCA de baa3 generada por la matriz refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 5 (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 A3, reflejado en la calificación del bono soberano (A3, estable). La diferencia de dos niveles refleja una serie de factores no capturados por la matriz, incluyendo los altos pasivos por pensiones. 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 Subsoberanas 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 de las Calificaciones en Escala Nacional a las 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

Evaluación del riesgo de crédito base

Scorecard – 2013	Puntuación	Valor	Ponderación De Sub-Factores	Total De Sub-Factores	Ponderación De Factores	Total
Factor 1: Fundamentos Económicos						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	9	67.5	70%	6.6	20%	1.32
Volatilidad Económica	1		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	5		50%	7	20%	1.40
Flexibilidad Financiera	9		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Deuda						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-1.23	12.5%	3	30%	0.90
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.91	12.5%			
Manejo de Efectivo y Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	22.90	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	2.10	25%			
Factor 4: Políticas de Gobierno y Administración- Max						
Controles de riesgo y administración financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de inversiones y deuda	1					
Transparencia y Revelación	1					
Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje						5.12(5)
Evaluación de Riesgo Sistémico						A3
BCA Estimada						baa3

ANEXO.- Créditos Calificados (Valor nominal original)

Crédito por MXN 5,546 millones (BBVA-Bancomer)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 5,215 millones (BANAMEX)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 5,000 millones (Banorte- antes Dexia)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 3,017 millones (Banobras – Profise)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 3,000 millones (Banorte)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 2,000 millones (Banorte - antes Dexia)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 1,500 millones (HSBC)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 1,370 millones (Santander)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 590 millones (Interacciones)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 500 millones (Inbursa)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 454 millones (BBVA-Bancomer)	
Escales Nacional de México	Aaa.mx
Escales Global, Moneda Nacional	A3
Crédito por MXN 1,100 millones (ISSEMyM)	
Escales Nacional de México	Aa1.mx
Escales Global, Moneda Nacional	Baa1
Crédito por MXN 610 millones (Banorte)	
Escales Nacional de México	Aa1.mx
Escales Global, Moneda Nacional	Baa1

Crédito por MXN 600 millones (Banco del Bajío)	
Escala Nacional de México	Aa1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Baa1
Crédito por MXN 500 millones (Banorte)	
Escala Nacional de México	Aa1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Baa1
Crédito por MXN 500 millones (Foremex)	
Escala Nacional de México	Aa1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Baa1
Crédito por MXN 250 millones (Banorte)	
Escala Nacional de México	Aa1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Baa1
Crédito por MXN 3,704 millones (BBVA-Bancomer)	
Escala Nacional de México	Aa1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Baa1
Crédito por MXN 1,778 millones – Programa municipal de créditos (Banobras)	
Escala Nacional de México	Aa1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Baa2
Crédito por MXN 1,500 millones – Programa municipal de créditos FEFOM	
Escala Nacional de México	A2.mx
Escala Global, Moneda Nacional	(P)Ba2
Crédito por MXN 3,400 millones (Banamex)	
Escala Nacional de México	Aa1.mx
Escala Global, Moneda Nacional	Baa1

Número de Reporte: 184341

Autor
María del Carmen Martínez-Richa

Asociado de Producción
Gomathi M

© 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 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.

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 DICHS 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, 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. 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. ("MJKK") 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 MJKK. 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. MJKK 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)] Nº 2 y 3, respectivamente.

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

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