

## INFORME DE CALIFICACIÓN

20 de septiembre de 2022

### Actualización

#### CALIFICACIONES ACTUALES (\*)

Calificación de Emisor:	AA-.mx
Perspectiva:	Estable

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V

Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

#### CONTACTOS

Matthew Walter +52.55.1253.5736  
AVP-Analyst/ML  
[matthew.walter@moodys.com](mailto:matthew.walter@moodys.com)

María del Carmen Martínez-Richa +52.55.1253.5729  
VP-Senior Analyst/ML  
[maria.delcarmen.martinez-richa@moodys.com](mailto:maria.delcarmen.martinez-richa@moodys.com)

José Montaña +52.55.1253.5722  
Ratings Manager/ML  
[joseangel.montano@moodys.com](mailto:joseangel.montano@moodys.com)

#### SERVICIO AL CLIENTE

México +52.55.12535700

## Estado de México

El perfil crediticio del Estado de México (AA-.mx estable) refleja una diversificada y dinámica economía regional que ha respaldado ingresos propios crecientes y el registro de balances operativos positivos y un nivel de endeudamiento moderado. Los balances operativos superavitarios reflejan buenas prácticas de planeación y del manejo del presupuesto. Sin embargo, el perfil del estado también refleja un nivel de liquidez modesto y por debajo de sus pares nacionales y niveles muy altos de pasivos no fondeados por pensiones. Estimamos que el estado seguirá reportando balances operativos positivos y que registrará resultados financieros balanceados y equivalentes a 0.7% de los ingresos totales en promedio en 2022 y 2023, conduciendo a una mejora gradual en la posición de liquidez a finales del periodo.

#### Indicadores clave

(AL 12/31)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Operativos (%)	37.0	32.3	31.4	37.5	41.5	37.6	36.4
Servicio de la deuda/Ingresos Operativos (%)	3.4	4.2	3.3	3.5	3.2	2.9	2.7
Superávit (Déficit) Operativo/Ingresos Operativos (%)	8.8	13.1	8.4	11.1	11.9	15.4	14.9
Superávit (Déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	-3.9	-0.4	-2.7	-1.1	-2.9	0.6	0.4
Efectivo y Equivalentes / Pasivo Circulante (x)	0.7	1.0	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
PIB per Cápita/Promedio Nacional (%)	66.1	66.7	65.5	67.8	-	-	-

Fuente: Estados financieros del Estado de México, Moody's Local México, INEGI y CONAPO

#### Fortalezas crediticias

- » Fuerte base económica y sólido nivel de ingresos propios
- » Balances operativos positivos
- » Nivel de endeudamiento moderado

#### Retos Crediticios

- » Muy altos pasivos por pensiones no fondeados
- » Modesta posición de liquidez

## Resumen

### Perspectiva de la calificación

La perspectiva de la calificación es estable y refleja nuestras expectativas de que el estado continuará registrando superávits operativos sólidos y una mayor recaudación de ingresos propios, niveles moderados de endeudamiento y una posición de liquidez modesta pero con tendencia creciente, a la vez que sigue enfrentando pasivos no fondeados por el sistema de pensiones.

### Factores que podrían cambiar la calificación al alza

Consideraríamos un alza en las calificaciones si el estado de México registra un fortalecimiento sostenible en sus niveles de liquidez, así como seguir registrando balances operativos altos. También si el estado implementa reformas para reducir sus pasivos no fondeados por pensiones generaría presión al alza en sus calificaciones.

### Factores que podrían cambiar la calificación a la baja

Consideraríamos una baja en las calificaciones del estado de México si registra déficits financieros que conducen a un deterioro en su liquidez y/o un aumento sustancial en el endeudamiento, incluyendo un uso recurrente de deuda de corto plazo.

## Detalle de los fundamentos crediticios

### Márgenes operativos positivos

Durante los últimos cinco años, el estado de México ha registrado, en promedio, sólidos balances operativos equivalentes al 10.7% de los ingresos operativos. Estos resultados reflejan no solamente el crecimiento continuo en los ingresos sino también la capacidad del estado para contener el crecimiento en el gasto operativo. Durante el periodo 2017-2021, la tasa compuesta de crecimiento anual de los ingresos operativos de 5.4% ha estado por encima del crecimiento de los egresos operativos de 4.5%.

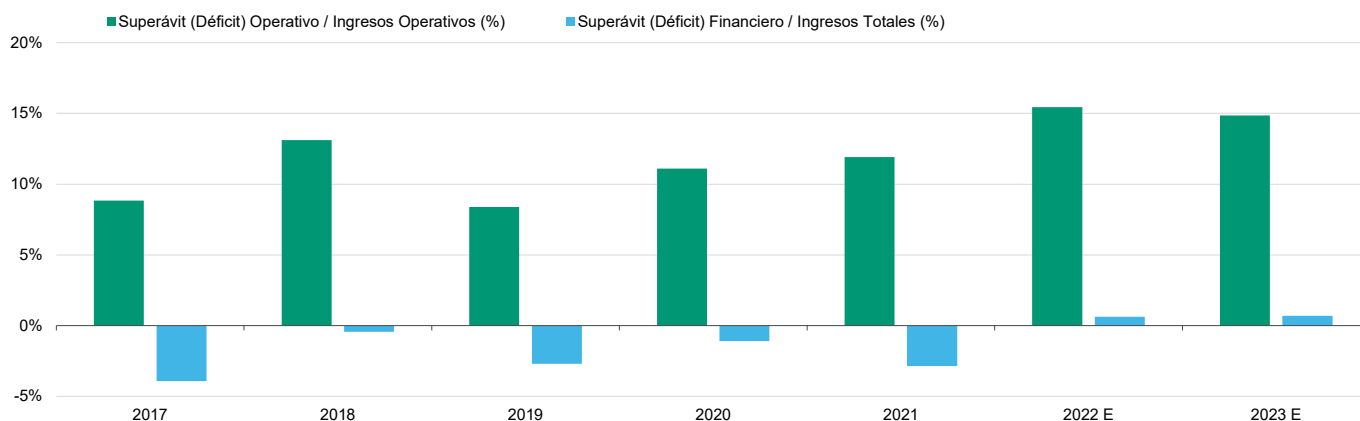
Durante 2021, el balance operativo fue equivalente a 11.9% de los ingresos operativos, gracias principalmente a un incremento en los ingresos operativos de 1.9% el cual superó el crecimiento de 1% en los gastos operativos. El lento crecimiento en los ingresos en 2021 derivó del estacamiento en los ingresos por participaciones que en promedio han sido equivalentes a 81% de los ingresos operativos del estado. En 2021, las participaciones tuvieron una variación de -0.2% versus 2020. A pesar de la presión en los ingresos operativos el ajuste en el gasto operativo permitió al estado mantener un resultado sólido en el periodo, lo cual es un reflejo de buenas prácticas en el manejo del presupuesto. El ajuste en el gasto fue general, incluyendo un crecimiento contenido en el gasto en servicios personales (2.6%) y reducciones en el gasto en servicios generales (-9.6%) y en transferencias a organismos descentralizados (-1.8%).

Para 2022-23, estimamos que el balance operativo se mantendrá en un nivel sólido de 15% de los ingresos operativos en promedio gracias a una fuerte recuperación esperada en la recaudación de ingresos propios y en las participaciones, lo cual permitirá al estado absorber un mayor crecimiento en los egresos operativos ocasionado por la inflación. Durante el primer semestre de 2022, los ingresos operativos crecieron 13.4% versus el mismo periodo de 2021, impulsado por un incremento de 16% en las participaciones. El crecimiento en los ingresos operativos ha superado el incremento de 9.1% en el gasto operativo durante el primer semestre de 2022.

En cuanto a los resultados financieros, el estado de México ha reportado déficits recurrentes, pero bajos durante los últimos cinco años, como consecuencia del relativamente alto nivel de gasto de capital. Los déficits han sido financiados en general con excedentes operativos y también con nuevo financiamiento de largo plazo. Durante 2021, el estado reportó un déficit financiero de 3% de los ingresos totales debido a un incremento de 23% en el gasto en obras públicas. Sin embargo, estimamos que reportará

resultados financieros positivos bajos en torno a 0.7% de los ingresos totales durante 2022 y 2023 gracias a la fuerte recuperación en los ingresos y la expectativa que el nivel de gasto de capital se mantendrá en línea con el nivel reportado en 2021. La administración ha identificado un conjunto de obras prioritarias para el estado, destacando expansiones en sistemas de transporte público, nuevas líneas de agua potable y nuevas inversiones en carreteras.

**Gráfico 1: El estado seguirá reportando superávits operativos y una mejora en los resultados financieros en 2022 y 2023.**



Fuente: Estados financieros del estado de México, Moody's Local México

### Fuerte base económica y sólido nivel de ingresos propios

La economía estatal es una de las más grandes del país y contribuyó en 2020 en 9.1% del PIB nacional, y también tiene un alto nivel de diversificación incluyendo presencia importante de actividades industriales, minería, agropecuarias, de construcción y servicios. Sin embargo, el PIB per cápita representa sólo el 67.8% del promedio nacional (2020). Después de una contracción en la actividad en 2020 relacionada con la pandemia, se ha observado una recuperación tanto en la actividad económica como en los niveles de empleo. Durante el primer semestre de 2022, el número de empleos asegurados en el Instituto Mexicano de Seguridad Social (IMSS) en el estado creció 42,850. Con este crecimiento el número de empleos queda ligeramente por debajo del nivel observado justo antes de la pandemia pero con tendencia al alza. El estado también sigue siendo un destino importante para inversión privada, beneficiándose de su posicionamiento en la zona central del país y de su comunicación con la región metropolitana de la Ciudad de México. Desde 2017 el estado reporta inversión privada acumulada por USD 10,352 millones, la cual se enfoca en parques industriales, centros de logística y distribución y plantas de manufactura, especialmente en el sector automotriz.

La importante base económica del estado respalda la alta recaudación de ingresos propios, la cual es equivalente al 17.8% de los ingresos operativos en promedio entre 2017-2021, por arriba de la mediana de los estados calificados por Moody's Local México. Este nivel subió a 19% en 2021 en parte gracias a la recuperación en la recaudación de impuestos, y a que los ingresos por participaciones (transferencias federales no etiquetados) se estancaron.

Aunque proyectamos una desaceleración en el crecimiento de la economía nacional durante 2023, que podría afectar a la economía del estado de México, también proyectamos que los ingresos propios se mantendrán en un rango similar al promedio histórico entre 2022 y 2023, en torno a 17%.

En 2022, el estado ha implementado por primera vez un impuesto ecológico a empresas que generan emisiones de dióxido de carbono. En este primer ejercicio el impuesto se aplicará a una base limitada de empresas, por lo que el actual potencial

recaudatorio es bajo. Sin embargo, la intención del estado es progresivamente aplicar el gravamen a una base más amplia, por lo que podría representar una fuente de ingresos más relevante en el largo plazo.

### Modesta posición de liquidez

La posición de efectivo entre pasivos circulantes fue equivalente a 0.6x a finales de 2021, por lo que no mostró cambios versus el ejercicio anterior. En estos niveles el estado cuenta con un colchón modesto, pero estable para enfrentar choques imprevistos. Sin embargo, cabe mencionar que la razón de liquidez del estado durante 2020 y 2021 ha estado por debajo de sus pares nacionales y constituye un reto crediticio.

El estado contrató un financiamiento de corto plazo por MXN 750 millones a finales de 2021 para cubrir necesidades de liquidez, representando la primera vez en por lo menos cinco años que se ha dependido en este tipo de financiamiento. Aunque el estado contrató créditos de corto plazo durante la pandemia para cubrir posibles brechas en la liquidez, al final no se vio obligado a disponer de ellos durante 2020. El crédito contratado en 2021 fue por un monto menor equivalente a 0.5% de los ingresos operativos y fue liquidado durante el primer semestre de 2022. Si en el futuro el uso de deuda de corto plazo se vuelve más recurrente y por montos más altos podría poner presión negativa en el perfil crediticio del estado.

Dada nuestra expectativa que el estado financiará el gasto de capital en 2022 y 2023 con nueva deuda de largo plazo y que seguirá reportando superávits operativos y financieros, estimamos que la razón de liquidez seguirá mejorando gradualmente para llegar a 0.8x al final de 2023.

### Nivel de endeudamiento moderado

El estado de México tiene prácticas de manejo de la deuda que le han permitido mantener niveles de endeudamiento relativamente estables respecto a los ingresos operativos. La deuda directa e indirecta neta representó 41.4% de los ingresos operativos a finales de 2021, un nivel moderado. El pago de intereses representó 2.1% de los ingresos operativos. El 63% del saldo insoluto de la deuda bancaria de largo plazo correspondiente a créditos con la banca comercial y 37% con el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras).

Incluimos también en sus indicadores de deuda directa e indirecta neta el monto recibido como resultado de la deuda emitida para ayudar a mitigar la caída en las participaciones que resultó de la disminución en la Recaudación Federal Participable derivada de la contracción económica, a través del FEIEF. Consideramos que el estado tiene una obligación de pago al haber firmado un convenio individual con el Gobierno Federal para que anticipe al fideicomiso de pago los montos requeridos para restituir cualquier pago. Dicho anticipo se compensará de las participaciones en un monto equivalente de hasta el 4% del Fondo General de Participaciones. En el caso del estado de México, estimamos que el saldo a diciembre de 2021 era de aproximadamente MXN 5,229 millones.

El estado cuenta con un crédito con Banobras dentro del programa del Programa de Apoyo para Infraestructura y Seguridad (PROFISE) del Gobierno Federal y otro bajo el programa de Fondo Nacional de Reconstrucción (FONREC). Bajo estos programas, el estado de México pagará intereses mensuales y el capital será pagado a través de un bono cupón cero emitido por el Gobierno Federal. Excluimos estas obligaciones del 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.

Adicionalmente, incluimos en los indicadores de deuda directa el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples (FAM). Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un Organismo Responsable de la Infraestructura Física Educativa (INIFED) en cada entidad federativa, consideramos que el estado tiene una obligación de pago al comprometer, a través de un convenio, el 25% de sus ingresos futuros del FAM. Asimismo, una vez que se lleve a cabo la recepción formal de los

activos beneficiados, la entidad federativa lo registrará como parte de sus activos. Estimamos que para 2021, el monto correspondiente al estado de México fue de aproximadamente MXN 3,352 millones.

Asimismo, incluimos la deuda indirecta emitida por el Instituto de la Función Registral (IFREM), organismo descentralizado del estado y de los proyectos de asociación pública y privada (APPs) en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta. Las APPs, 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 las APPs fracasen. Sin embargo, es importante mencionar que, durante 2020, a pesar de la caída en ingresos en dichos organismos, el estado no se vio obligado a cubrir estas obligaciones. En el caso del IFREM, el estado únicamente autorizó la aplicación de los remanentes fiduciarios que normalmente recibe del organismo para cubrir el pago de amortización e intereses temporalmente. Durante 2021 ya se observaba una recuperación fuerte en los ingresos del IFREM, por lo que estimamos que no será necesario que el estado se vea obligado a dar apoyo de manera recurrente.

En 2022, el estado inició un proceso de colocación de certificados bursátiles por hasta MXN 3,000 millones a un plazo de 15 años. La emisión constituirá la primera colocación de un bono sustentable, el cual se pretende utilizar para financiar proyectos de impacto ambiental y social en las áreas de calidad del aire, igualdad de género, conectividad y buena gobernanza.

Estimamos que el nivel de endeudamiento a final de 2022 será de 37.6% de los ingresos operativos y de 36.4% en 2023. Esto, considerando la amortización esperada de los créditos existentes, y que el estado tenía autorización para adquirir nuevos créditos durante 2022, más el nuevo financiamiento proveniente de los certificados bursátiles. Estimamos que no será necesario hacer uso de créditos de corto plazo durante el periodo.

## Otras Consideraciones

### Pensiones

**Muy altos pasivos por pensiones no fondeados:** 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 y de los servicios de salud de los empleados del estado, municipios y otros organismos del estado. El sistema de pensiones tiene una estructura mixta, con algunos empleados bajo un sistema de pensiones de cuentas individuales, lo que limita la acumulación de pasivos en el futuro.

De acuerdo con el estudio actuarial, con información a diciembre de 2018, el déficit actuarial era de MXN 829 mil millones, equivalente al 530% de los ingresos operativos de 2021, el nivel más alto de los estados calificados por Moody's Local México. Adicionalmente, aunque hasta la fecha el estado no ha tenido que hacer aportaciones extraordinarias para fondear el pago de los beneficios de los pensionados, se estima que empezará a ser necesario durante 2022. De acuerdo con la estimación del estudio actuarial, las aportaciones extraordinarias representarán alrededor de 2% de los ingresos totales, un nivel aún manejable, pero que podría incrementar en los siguientes años.

Para mitigar el impacto en las finanzas, el estado está llevando a cabo acciones que buscan cubrir el pasivo en el corto y mediano plazo, incluyendo la recuperación de adeudos de los municipios y organismos públicos que participan en el sistema y la venta de terrenos para levantar fondos. Aunque hay propuestas para implementar reformas fundamentales para reducir el pasivo, entre ellas un aumento en la edad de jubilación, limitaciones en el número de beneficiarios y un cambio en la indexación de los beneficios, dichas reformas requerirían aprobación del congreso estatal.

### Escala de la economía regional

**Aportación al PIB nacional:** En 2020 el producto interno bruto (PIB) regional del Estado de México contribuyó 9.1% del PIB nacional, siendo la entidad con la segunda economía regional más grande del país (solamente la supera la economía de la Ciudad de México, con una aportación de 15.8% del PIB nacional). La economía regional del Estado de México se beneficia de una alta diversificación en términos de sectores, incluyendo la industria alimentaria, industrias manufactureras (equipos de transporte) y servicios.

### Consideraciones Ambientales, Sociales y de Gobierno (ESG por sus siglas en inglés)

Moody's Local México toma en cuenta el impacto de los factores ambientales (E), sociales (S) y de gobierno corporativo (G) al determinar las fortalezas económicas y financieras de los emisores subsoberanos. En el caso del estado de México, determinamos la importancia de ESG en el perfil crediticio de acuerdo a lo siguiente:

Las consideraciones ambientales no son materiales para el estado de México. Los principales riesgos ambientales que enfrenta el estado se relacionan con la escasez de agua y la calidad del aire. Si bien la responsabilidad de proveer agua a la ciudadanía es de los organismos operadores municipales, el gobierno estatal realiza algunas inversiones de manera conjunta. Adicionalmente, el estado de México también invierte en el monitoreo de la calidad del aire y lleva acciones para tratar de disminuir los contaminantes, tales como la provisión de un mejor transporte público, sin embargo, no representan aún una presión para las finanzas estatales.

Las consideraciones sociales son materiales para el estado de México. El estado de México enfrenta crecientes presiones provenientes del fondeo de pensiones. De acuerdo con el último estudio actuarial disponible, el estado pronto tendrá que hacer aportaciones extraordinarias para poder fondear el pago de las pensiones actuales. Adicionalmente, el estado seguirá enfrentando presión en el gasto relacionado con la seguridad. Los riesgos sociales ya están capturados en las calificaciones actuales del Estado de México.

El gobierno corporativo es material para el estado. La calidad institucional del estado de México se define primordialmente por el marco institucional determinado por la legislación nacional para todos los gobiernos estatales y municipales. El estado de México cumple con las reglas y regulaciones de este marco institucional y presenta estados financieros de manera clara, detallada y a tiempo. Adicionalmente, los balances operativos positivos y los niveles estables y manejables de endeudamiento son un reflejo de las buenas prácticas de administración del presupuesto y del manejo de deuda. Estos factores se encuentran incorporados en las calificaciones del estado.

### **Consideraciones de apoyo extraordinario**

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

## Información complementaria

### Detalle de las calificaciones asignadas

Acreedor	Monto Original (MXN Millones)	Vencimiento	Calificación actual
Banobras	5,000	2040	AAA.mx
Banobras	5,000	2040	AAA.mx
Banobras - Profise	3017.55	2032	AAA.mx
Banobras - FONREC	1,300	2038	AAA.mx
Banorte	13,400	2039	AAA.mx
BBVA Bancomer	8,500	2040	AAA.mx
BBVA Bancomer	1,500	2038	AAA.mx
BBVA Bancomer	800	2040	AAA.mx
Foremex	500	2023	AAA.mx
Santander	3,000	2040	AAA.mx
Santander	1,100	2023	AAA.mx

### Información considerada para la calificación

- » Estados financieros 2017-2021 y del primer semestre de 2022 del Estado de México
- » Información económica del Instituto Nacional de Estadística y Geografía e Informática (INEGI)

### Definición de las calificaciones asignadas

- » **AA.mx:** Emisores o emisiones calificados en AA.mx con una calidad crediticia muy fuerte en comparación con otras entidades y transacciones locales.
- » **AAA.mx:** Emisores o emisiones calificados en AAA.mx con la calidad crediticia más fuerte en comparación con otras entidades y transacciones locales.
- » *Moody's Local MX agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.*

### Metodología utilizada

- » Metodología de calificación de gobiernos locales, regionales y federal y de créditos respaldados, disponible en <https://www.moodyslocal.com/country/mx>.

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.



© 2022 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 REPRODUCCION, 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 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, 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 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 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. 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 – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

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

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente. Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación 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.