

## OPINIÓN CREDITICIA

# México, Estado de

Actualización Anual de la Opinión Crediticia

### Calificaciones:

RESUMEN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	1
DETALLE DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	3
EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
CONSIDERACIONES DE APOYO EXTRAORDINARIO	6
RESULTADOS DE LA MATRIZ DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	6
METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN Y MATRIZ DE FACTORES	7
CALIFICACIONES	8

### Contactos:

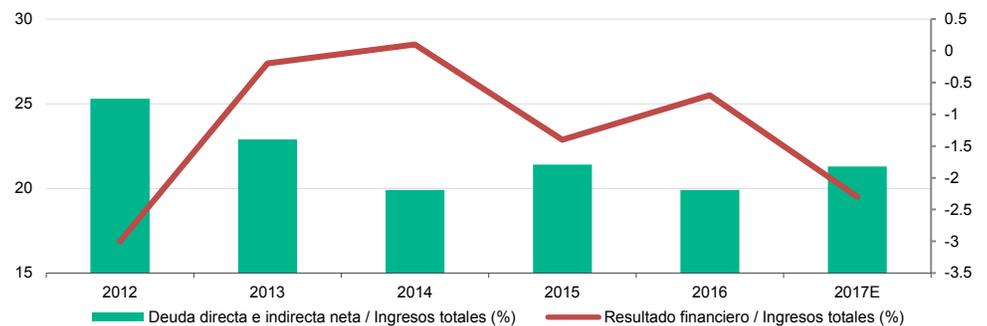
MÉXICO	+52.55.1253.5700
María del Carmen Martínez Richa	+52.55.1253.5729
Vice President - Senior Analyst	mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com
Roxana Muñoz	+52.55.1253.5721
Assistant Vice President - Analyst	roxana.munoz@moodys.com
NUEVA YORK	+1.212.553.1653
Alejandro Olivo	+1.212.553.3837
Associate Managing Director	alejandro.olivo@moodys.com
LONDRES	+44.20.7772.5566
David Rubinoff	+44.20.7772.1398
Managing Director - Sub Sovereigns	david.rubinoff@moodys.com

## Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de emisor de A1.mx (Escala Nacional de México) y Ba1 (Escala Global, Moneda Local) asignadas al estado de México reflejan una economía dinámica y diversificada, un relativamente alto nivel de ingresos propios y una sólida posición de liquidez. La liquidez medida a través del efectivo y equivalentes se situó en 1.5x de los pasivos circulantes al cierre del 2016. Además, el nivel de deuda es moderado, la deuda directa e indirecta neta representó 19.9% de los ingresos totales. Estos factores se compensan por muy altos pasivos por pensiones.

GRÁFICA 1

### Deuda directa e indirecta neta y resultados financieros consolidados



Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del estado de México

## Comparación entre Emisores Nacionales

El estado de México está calificado en la parte media superior del rango de calificaciones para los estados mexicanos, cuyas calificaciones abarcan de Caa1 a Baa1 en escala global. La posición del estado de México respecto a sus pares nacionales refleja un nivel de liquidez, ingresos propios y deuda superior a la mediana de los estados calificados como Ba1.

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 Moody's. [Haz clic aquí para el enlace.](#)

### Fortalezas Crediticias

- » Fuerte base económica y relativamente alto nivel de ingresos propios
- » Sólida posición de liquidez
- » Nivel de endeudamiento moderado

### Retos Crediticios

- » Muy altos pasivos por pensiones no fondeados
- » Registro de resultados financieros equilibrados

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación es negativa y refleja la perspectiva de la calificación de los bonos soberanos de México (A3, negativa).

### Acontecimientos Recientes

El 28 de abril, Moody's afirmó las calificaciones de Ba1/A1.mx, perspectiva negativa, del Estado de México. Esta acción siguió a la acción de calificación del 27 de abril en la que la agencia afirmó la calificación de A3 de los bonos soberanos de México, perspectiva negativa.

### Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

- » Disminución significativa de los pasivos por pensiones no fondeados
- » Registro de resultados financieros balanceados

### Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

- » Una baja en la calificación de los bonos soberanos de México (A3, negativa)
- » Cambio repentino en la disciplina fiscal que conduzca a un aumento sustancial en el endeudamiento

### Indicadores Clave

GRÁFICA 2

#### Estado de México

(Al 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	25.3	22.9	19.9	21.5	19.9
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	2.0	1.8	1.5	1.4	1.3
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) <sup>[2]</sup>	(3.0)	(0.2)	0.1	(1.4)	(0.7)
Superávit (Déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	(3.0)	(0.2)	0.1	(1.4)	(0.7)
Gastos de Capital / Egresos Totales (%)	15.6	14.4	17.9	14.3	15.2
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	7.0	7.1	9.1	10.1	11.1
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	67.0	67.9	67.2	68.0	-

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

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

Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de México

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](http://www.moodys.com) para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada e historial de calificación.

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

La calificación asignada al estado de México combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba1 y 2) la probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno federal (A3, negativa) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

## Evaluación del Riesgo Crediticio Base

### FUERTE BASE ECONÓMICA Y RELATIVAMENTE ALTO NIVEL DE INGRESOS PROPIOS

La economía estatal es una de las más grandes del país y contribuye con alrededor del 9.5% del PIB nacional. Para el primer trimestre del 2017, la inversión extranjera directa representó el 8.7% del total nacional ocupando el segundo lugar a nivel nacional. Su población asciende a cerca de 17 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 68% de la media nacional.

Gracias a una sólida base económica y a los esfuerzos recaudatorios implementados por el estado, los ingresos propios han aumentado a 11% de los ingresos totales en 2016 en comparación con el 7% presentado en 2012. En 2016, el mayor incremento en los ingresos propios se dio por el concepto de aprovechamientos. El estado recibió la devolución del convenio de concentración para la liberación del derecho de vía para la construcción de la carretera la Venta-Lechería por MXN 1,600 millones y también mayores ingresos de organismos públicos descentralizados. Aunque hubo un componente de ingresos propios extraordinarios en 2016, estimamos que los ingresos propios se mantendrá en 11% de los ingresos totales. El nivel de ingresos propios respecto se encuentra por encima de la mediana de los estados mexicanos calificados en Ba y constituye un factor crediticio positivo ya que aumenta relativamente su flexibilidad financiera.

### REGISTRO DE RESULTADOS FINANCIEROS EQUILIBRADOS

El estado de México ha registrado bajos déficits financieros, los cuales promediaron -1.1% de los ingresos totales entre 2012 y 2016. Sin embargo, si se registraran resultados financieros balanceados podría haber presión al alza en las calificaciones.

En 2016, el estado presentó un bajo déficit de 0.7% de los ingresos totales, menor al registrado en 2015 de 1.4%. Dicho déficit disminuyó gracias a un incremento mayor en los ingresos totales del 10.6% respecto del presentado en los egresos totales del 9.8%. El incremento en los ingresos totales se debe a un fuerte aumento en los ingresos propios (+22%), así como un sostenido crecimiento de las participaciones (+11.4%) y las transferencias por convenio (+14%). Por otra parte, el incremento en el gasto se explica por mayor obra pública (+18.75).

Al primer trimestre de 2017 se observa un crecimiento muy importante (+20%) de todos los rubros de ingresos, tanto propios como transferencias federales. El gasto al primer trimestre creció en 29% y ha sobrepasado el crecimiento de los ingresos. Tanto la obra pública como el gasto corriente han crecido durante este período. Para el cierre del año, Moody's estima que la evolución del gasto sea menor en lo que resta del año debido a que se llevará cambio de administración en septiembre y el gasto suele disminuir mientras el nuevo gobierno determina y lleva a cabo su plan estatal. El único rubro en el cual esperamos un crecimiento estructural mayor a años pasados se refiere a los servicios personales, ya que se han creado las fiscalías especiales para dar cumplimiento al sistema anticorrupción. Estimamos que los ingresos continúen la tendencia observada y que al cierre del 2017, el estado registre un déficit financiero mayor y de alrededor 2 a 2.5% de los ingresos totales.

## 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 efectivo y equivalentes se ubicó en 1.5x de los pasivos circulantes en 2016 nivel que se encuentra por arriba los la mediana de los estados calificados como Ba1. Lo anterior es un factor crediticio positivo ya que permite contrarrestar choques externos imprevistos.

## NIVEL DE ENDEUDAMIENTO 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. La deuda directa e indirecta neta representó 19.9% de los ingresos totales en 2016, un nivel moderado. El servicio de la deuda representó 1.8% de los ingresos totales en 2016. En 2017, el estado de México contrató un crédito por MXN 2,500 millones con Banorte y desembolsó MXN 1,500 millones de un crédito con Banobras, el cual fue contratado en 2016. En 2017, estimamos que la deuda directa e indirecta neta permanecería estable en alrededor 21% de los ingresos totales y que el servicio de la deuda se mantendría inferior al 1.8% de los ingresos totales.

Al cierre del 2016, el saldo de la deuda directa fue de MXN 36,078 millones. 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.

Moody's incluye en sus indicadores de deuda directa e indirecta neta 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 (INFE) en cada entidad federativa, Moody's considera 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 2015, el monto correspondiente al estado de México fue de aproximadamente MXN 742 millones y en 2016 recibió MXN 480.59 millones. Moody's espera que en años subsecuentes, dicho monto incremente como resultado de emisiones adicionales que podrían llegar a ser hasta por MXN 50,000 millones para todas las entidades federativas.

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. El estado estima que en 2017, el pago por concepto de los P3 será de MXN 2,600 millones, un bajo 1.2% de los ingresos totales.

#### 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 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. De acuerdo con el estudio actuarial a diciembre de 2014 el déficit actuarial era de MXN 635 mil millones, esto es 330% de los ingresos totales de 2014, cifra menor al déficit actuarial previo a la reforma que representaba 505% de los ingresos totales 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. Cabe mencionar que las contribuciones anuales por este concepto representan 4.4% de los ingresos totales del estado en 2016.

## 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 de Evaluación del Riesgo Crediticio Base

En el caso de México, la matriz BCA, genera una BCA estimada de baa3 cercana a la BCA asignada por el comité de calificación de ba1.

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, negativa).

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.

## Metodología de Calificación y Matriz de Factores

GRÁFICA 3

### Estado de México

Scorecard – 2015	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub-Factores	Total de Sub-Factores	Ponderación de Factores	Total
<b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	9	67.76	70%	6.6	20%	1.32
Volatilidad Económica	1		30%			
<b>Factor 2: Marco Institucional</b>						
Marco Legislativo	5		50%	7	20%	1.40
Flexibilidad Fiscal	9		50%			
<b>Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento</b>						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-0.80	12.5%	2	30%	0.60
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.49	12.5%			
Liquidez	1		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	21.40	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	2.40	25%			
<b>Factor 4: Políticas de Gobierno y Administración- MAX</b>						
Controles de riesgos y administración financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	1					
Transparencia y Revelación	1					
<b>Evaluación de Riesgo Idiosincrásico</b>						<b>4.82(5)</b>
<b>Evaluación de Riesgo Sistémico</b>						<b>A3</b>
<b>BCA Estimada</b>						<b>baa3</b>

Fuente: Moody's Investors Service

## Calificaciones

GRÁFICA 4

### México, Estado de

Categoría	Calificación de Moody's
Perspectiva	Negativa
<b>Calificaciones al Emisor</b>	
Escala Nacional de México	A1.mx
Escala Global, Moneda Local	Ba1

### Calificaciones de Deuda

Acreedor	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional De México
BBVA - Bancomer	5,546	A3	Aaa.mx
Banamex	5,215	A3	Aaa.mx
Banorte	4,762	A3	Aaa.mx
Banobras - Profise	3,017	A3	Aaa.mx
Banorte	3,000	A3	Aaa.mx
Banorte	1,905	A3	Aaa.mx
HSBC	1,500	A3	Aaa.mx
Santander	1,370	A3	Aaa.mx
Interacciones	590	A3	Aaa.mx
Inbursa	500	A3	Aaa.mx
BBVA - Bancomer	454	A3	Aaa.mx
ISSEMyM	1,100	A3	Aaa.mx
Banorte	610	A3	Aaa.mx
Banco del Bajío	600	A3	Aaa.mx
Banorte	500	A3	Aaa.mx
Foremex	500	A3	Aaa.mx
Banorte	250	A3	Aaa.mx
BBVA - Bancomer	3,704	A3	Aaa.mx
Banamex	3,400	A3	Aaa.mx
Banobras	3,400	A3	Aaa.mx
Banorte	2,500	A3	Aaa.mx
FAISM - Créditos Municipales	1,100	Baa1	Aa1.mx

Fuente: Moody's Investors Service

Número de Reporte:

Autor

María del Carmen Martínez Richa

Asociado de Producción

© 2017 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 ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. 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. 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 PROPORCIONAN 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 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 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, 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.

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 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 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, 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 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.moodys.com](http://www.moodys.com), bajo el capítulo de "Shareholder 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. ("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, MJJK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y los JPY350.000.000, aproximadamente.

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