

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:

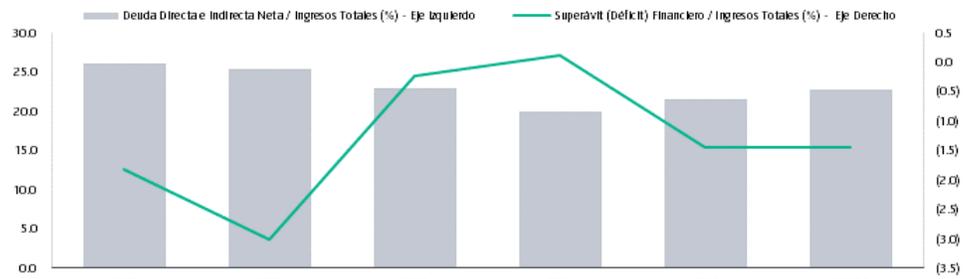
MÉXICO	+52.55.1253.5700
María del Carmen Martínez Richa	+52.55.1253.5729
Vice President - Senior Analyst	
MariadelCarmen.Martinez-Richa@moody.com	
Roxana Muñoz	+52.55.1253.5721
Assistant Vice President - Analyst	
roxana.munoz@moody.com	
Alejandro Olivo	+52.55.1253.5742
Associate Managing Director	
alejandro.olivo@moody.com	
LONDRES	+44.20.7772.5566
David Rubinoff	+44.20.7772.1398
Managing Director - Sub Sovereigns	
david.rubinoff@moody.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, 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 5.3% de los gastos totales al cierre del 2015 y la deuda directa e indirecta neta representó 21.4% de los ingresos totales. Estos factores se compensan por altos pasivos por pensiones, sin embargo disminuyeron gracias a la reforma al sistema realizada en 2013.

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 del rango de calificaciones para los estados mexicanos, cuyas calificaciones abarcan de B1 a Baa1 en escala global. La posición del estado de México respecto a sus pares nacionales refleja un nivel de liquidez superior a la mediana de los estados calificados Ba1 y un nivel de ingresos propios y de deuda en línea con la mediana.

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 creciente nivel de ingresos propios
- » Sólida posición de liquidez
- » Nivel de endeudamiento moderado

Retos Crediticios

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

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 2 de mayo, Moody's modificó al alza las calificaciones de emisor del estado de México. El alza de las calificaciones de emisor refleja la sólida mejora del perfil crediticio del estado y nuestra evaluación de que el estado ya se encuentra en mejor posición para enfrentar los mayores riesgos sistémicos. La perspectiva negativa de las calificaciones es consistente con las perspectiva asignada a los estados mexicanos y refleja la perspectiva de la calificación del Gobierno de México. Asimismo, como resultado del alza de la calificación de emisor, Moody's subió las calificaciones de varios créditos del estado.

Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

- » Si la perspectiva de la calificación de México cambia a estable y
- » Si el estado registra resultados financieros balanceados
- » Disminuye el nivel de pasivos por pensiones no fondeados

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)	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%) ^[1]	25.9	25.3	22.9	19.9	21.4
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%) ^[1]	2.2	2.0	1.8	1.5	1.4
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) ^[2]	(1.8)	(3.0)	(0.2)	0.1	(1.4)
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	(1.8)	(3.0)	(0.2)	0.1	(1.4)
Gastos de Capital / Egresos Totales (%)	15.5	15.6	14.4	17.9	14.1
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Operativos (%) ^[1]	6.1	7.0	7.1	9.1	10.1
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	67.3	67.0	67.8	67.3	-

[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 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 ba2 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 CRECIENTE NIVEL DE INGRESOS PROPIOS

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 67.3% de la media nacional.

Gracias a una sólida base económica y a los cambios fiscales llevados a cabo por el estado, los ingresos propios han aumentado a 10.1% de los ingresos totales en 2015 de 6.1% en 2011. Entre los cambios más importantes se encuentran el aumento de la tasa del impuesto sobre remuneraciones al trabajo personal (a 3% de 2.5%), el inicio del cobro de este impuesto para los empleados del sector público y la mayor fiscalización. El nivel de ingresos propios se encuentra en línea con la mediana de los estados mexicanos calificados en Ba1 y constituye un factor crediticio positivo ya que aumenta su flexibilidad financiera.

REGISTRO DE DÉFICITS FINANCIEROS

El estado de México ha registrado bajos déficits financieros, los cuales promediaron -1.3% de los ingresos totales entre 2011 y 2015. En 2015, los ingresos totales del estado crecieron en sólo 2% (tasa de crecimiento anual compuesta de 9% entre 2011 y 2015), debido a la disminución de las transferencias federales por convenio (-8.6%). El estado logró contener el gasto total, el cual tuvo una tasa de crecimiento anual del 3.6%. El estado anticipó la caída de ingresos por convenio y ajustó el gasto de capital y varios rubros del gasto operativo. Dada esta tendencia, el estado registró un déficit financiero equivalente a 1.4% de los ingresos totales.

Para el 2016, Moody's estima que el crecimiento de los ingresos vuelva a ser limitado y de alrededor 2.5% nominal, debido a la continua disminución en las transferencias federales por convenio (-15%). Por el lado del gasto, el estado lleva a cabo medidas para contenerlo y aunque también ajustará el gasto de capital de acuerdo a los ingresos disponibles, incluidos los del crédito contratado en 2015, estimamos que podría registrar un déficit financiero bajo y similar al registrado en 2015, de alrededor 1.5% 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 capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) se ubicó en 5.3% de los gastos totales en 2015 lo cual es un factor crediticio positivo ya que permitiría 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 y ha refinanciado la deuda para mejorar las condiciones de sus créditos. La deuda directa e indirecta neta representó 21.4% de los ingresos totales en 2015, un nivel moderado. El servicio de la deuda representó 1.7% de los ingresos totales por abajo del 2.2% registrado en 2013 gracias al refinanciamiento y reestructura de MXN 10.3 mil millones llevada a cabo en 2014.

En 2015, el estado contrató dos créditos por un total de MXN 6,800 millones de los cuales MXN 3,400 millones no se dispusieron. Para 2016, el estado comenzará a desembolsar este crédito y no tiene planes de contratar deuda adicional, por lo que estimamos que la deuda directa e indirecta neta permanezca estable en alrededor 23% de los ingresos totales y que el servicio de la deuda se mantenga inferior al 2% de los ingresos totales.

Al cierre del 2015, el saldo de la deuda directa fue de MXN 34.97 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.

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, como resultado de la primera emisión por MXN 8,231 millones de diciembre 2015. En 2016, se llevó a cabo otra emisión por MXN 5,000 millones y el saldo a abril de 2016 para el estado de México es de MXN 1,206 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. Estimamos que en 2015, el pago por concepto de contraprestación de los proyectos represente 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 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 2015.

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 – 2014	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	67.31	70%	3.8	20%	1.32
Volatilidad Económica	1		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	5		50%	7	20%	1.40
Flexibilidad Fiscal	9		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-0.43	12.5%	3.75	30%	0.90
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.66	12.5%			
Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	19.90	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	2.60	25%			
Factor 4: Políticas de Gobierno y Administración- MAX						
Controles de riesgos y administración financiera	5			5	30%	1.50
Gestión de Inversiones y Deuda	1					
Transparencia y Revelación	1					
Evaluación de Riesgo Idiosincrásico						5.12(5)
Evaluación de Riesgo Sistémico						A3
BCA Estimada						baa3

Fuente: Moody's Investors Service

Calificaciones

GRÁFICA 4

México, Estado de

Categoría	Calificación de Moody's
Perspectiva	Negativa
Calificaciones al Emisor	
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

Fuente: Moody's Investors Service

Número de Reporte:

Autor
María del Carmen Martínez Richa

Asociado de Producción

© 2016 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 VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACIÓN ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD PUEDA NO ASUMIR LAS OBLIGACIONES CONTRACTUALES O FINANCIERAS A SU VENCIMIENTO ASÍ COMO CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO ABORDAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO PERO NO LIMITADO: RIESGOS DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DEL PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUYENDO LAS PUBLICACIONES NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PUEDEN ASIMISMO INCLUIR VALORACIONES BASADAS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO DE CRÉDITOS Y OPINIONES RELACIONADAS O COMENTARIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O EN INVERSIONES, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES MOODY'S NO SON NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O TENER CIERTOS VALORES. NINGUNA CALIFICACIÓN CREDITICIA NI UNA PUBLICACIÓN DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR ESPECÍFICO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES CON LA EXPECTACIÓN Y ENTENDIMIENTO QUE CADA INVERSOR HARÁ, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE SE CONSIDERE PARA SU COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y SUS PUBLICACIONES NO ESTÁN DIRIGIDAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO PARA LOS MINORISTAS QUE USEN ESTAS CALIFICACIONES CREDITICIAS O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S EN SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. SI SE ENCUENTRA EN DUDA, DEBE CONTACTAR CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO A MODO DE EJEMPLO, LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NADA DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA, REPLANTEADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ALMACENADA PARA USO POSTERIOR PARA CUALQUIER PROPÓSITO, EN TODO O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información aquí contenida es obtenida por MOODY'S de fuentes correctas y fiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de errores humanos o mecánicos así como por otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO CORRESPONDA" sin ningún tipo de garantía.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que usa en la asignación de una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que MOODY'S considera fiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditores y no puede en todas las instancias verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o en la preparación de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida indirecta, especial, consecencial o incidental o cualesquiera daños que deriven de o en relación con la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para utilizar dicha información, incluso si MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores es informado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o potenciales o (b) cualquier pérdida o daño que derive donde el instrumento financiero correspondiente no sea el sujeto de un rating crediticio específico por MOODY'S.

Hasta el límite permitido por la ley, MOODY'S y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad por cualquier pérdida directa o compensatoria o daños causados a cualquier persona o entidad, incluyendo pero no limitado a por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, mala conducta deliberada o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar cualquier duda, por ley no puede ser excluida) en parte de, o cualquier contingencia en el ámbito o fuera del control de MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores que proceda de o en relación a la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para el uso de dicha información.

NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN CUANTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, PLENITUD, COMERCIABILIDAD O ADECUACIÓN PARA CUALQUIER USO ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN ES OTORGADA O LLEVADA A CABO POR MOODY'S EN CUALQUIERA FORMAS.

Moody's Investors Service, Inc, agencia de calificación crediticia, propiedad en su totalidad de Moody's Corporation ("MCO"), aquí expone que la mayoría de los emisores de valores de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, obligaciones, notas y pagarés) y capital preferente valorado por Moody's Investors Service, Inc. tienen, previo a la asignación de cualquier rating, acordado pagar a Moody's Investors Service, Inc. por los servicios de valoración y calificación prestados por sus honorarios entre 1.500\$ y 2.500.000\$ aproximadamente. MCO y MIS asimismo mantienen políticas y procedimientos dirigidos a la independencia de los ratings de MIS y procedimientos de calificación. La información sobre ciertas afiliaciones que puedan existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y asimismo tienen presentado al SEC una participación accionarial de más del 5%, se publica anualmente en www.moody.com bajo el título "Relaciones de Inversores -- Gobierno Corporativo-- Política de afiliación de directores y socios"

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

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") es una agencia de calificación crediticia, filial de 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 se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de 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 FSA Comisionado (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 aproximadamente los JPY350.000.000.

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