

INFORME DE  
CALIFICACION

16 de septiembre de 2020

Informe inicial completo

CALIFICACIONES (\*)  
Municipalidad de la Ciudad de Córdoba

Calificación actual/perspectiva	
Calificación de emisor en moneda local (ML)	BB+.ar/REV <sup>(1)</sup>
Calificación de deuda sénior garantizada de corto plazo en ML	ML B.ar/REV <sup>(1)</sup>
Calificación anterior/perspectiva	
Calificación de emisor	Ca.ar/NEG
Calificación de deuda sénior no garantizada en ML	Ca.ar/NEG

<sup>(1)</sup>Calificaciones en revisión a la baja

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores.

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

CONTACTOS

Florencia Calvente +54.11.5129.2639  
Analyst

[Florencia.Calvente@moodys.com](mailto:Florencia.Calvente@moodys.com)

Federico Impaglione +54.11.5129.2661  
Associate

[Federico.Impaglione@moodys.com](mailto:Federico.Impaglione@moodys.com)

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina +54.11.5129.2600

Municipalidad de la Ciudad de Córdoba

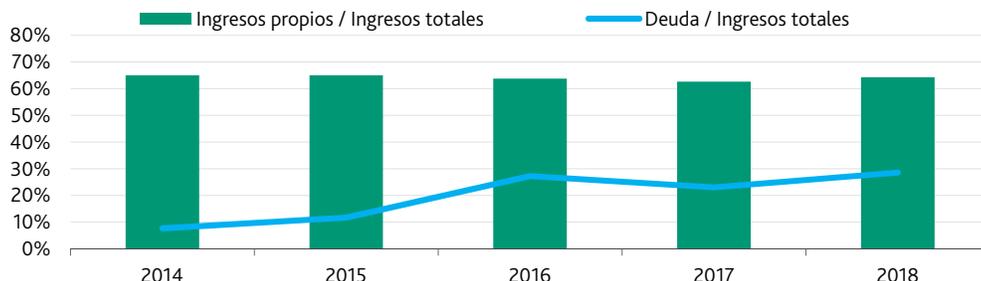
Principales Indicadores

	3T 2019	2018	2017	2016	2015	2014
<b>Indicadores</b>						
Margen operativo (%)	14,7	14,1	12,6	6,6	4,4	9,0
Superávit (déficit) financiero (%)	(0,4)	1,2	(8,4)	(6,1)	(7,6)	(2,4)
Intereses / Ingresos operativos (%)	1,9	2,3	2,0	2,6	0,4	0,7
Deuda / Ingresos operativos (%) <sup>(1)</sup>	25,4	28,6	23,1	27,3	11,8	7,8
Ingresos propios / Ingresos operativos (%)	65,3	64,3	62,6	63,7	64,9	66,0

<sup>(1)</sup>Indicador anualizado para 3T 2019.

Córdoba es la ciudad capital de la provincia homónima, una de las más importantes y pobladas del país. Con una población estimada en 1,4 millones de habitantes (40% de la población total de la provincia), su producto bruto geográfico representa alrededor del 2% del PIB nacional. La ciudad tiene una importante base productiva en lo que se refiere a industrias tradicionales y las denominadas industrias emergentes, en gran medida vinculadas a la Economía del Conocimiento. Las características crediticias de la Municipalidad de Córdoba reflejan un elevado grado de flexibilidad por el lado de los ingresos, moderados niveles de deuda financiera y una tendencia de márgenes operativos positivos. Estos factores crediticios están parcialmente contrarrestados por un historial de recurrentes déficits financieros, una ajustada posición de liquidez, exposición a deuda en moneda extranjera y limitaciones en la flexibilidad financiera por el lado del gasto.

FIGURA 1



Fuente: Estados financieros de la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba

Moody's Local Argentina reconoce que en 2020 los subsoberanos de Argentina han experimentado un deterioro de las condiciones económicas y financieras que afectará sus resultados financieros en adelante y dificultará el refinanciamiento de sus deudas ante las presiones sociales y los cambios de políticas.

## Resumen

Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., operando bajo su nueva marca Moody's Local Argentina, asigna a la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba una calificación de emisor en moneda local de BB+.ar y una calificación de deuda sénior garantizada de corto plazo en moneda local de ML B.ar al Programa de Emisión de Letras 2020 por hasta ARS 2.000 millones. Las calificaciones se colocan en revisión a la baja dado el riesgo de refinanciamiento al que está expuesta la municipalidad, principalmente vinculado a los títulos de deuda pública emitidos en septiembre de 2016 en el mercado internacional por USD 150 millones, al 7,875%, con vencimiento en 2024.

Se considera que la capacidad de pago de los subsoberanos de Argentina se encuentra altamente influenciada por un ambiente operativo más adverso, severamente afectado por la cuarentena establecida ante el brote del COVID-19 y la débil situación fiscal del gobierno nacional.

Las calificaciones de la Municipalidad de Córdoba reflejan fortalezas crediticias tales como su sólida base de ingresos propios, sus moderados niveles de deuda financiera en relación a sus ingresos totales y su tendencia histórica de márgenes operativos positivos. Estos factores se ven parcialmente contrarrestados por su historial de déficits financieros y por su alta exposición a deuda en moneda extranjera, que expone a la municipalidad a riesgo de tipo de cambio, ya que podría aumentar sus niveles de deuda debido a la depreciación de la moneda local, y de refinanciación, principalmente relacionado a la emisión en el mercado internacional realizada en 2016 por USD 150 millones con vencimiento en 2024. Al igual que otros gobiernos regionales y locales en Argentina, la Municipalidad de Córdoba enfrenta considerables desafíos relacionados con el gasto en personal en el contexto actual de tasas de inflación persistentemente altas y baja flexibilidad financiera, no tiene autonomía completa en la recaudación de impuestos y está sujeta a la intervención del gobierno federal en forma de controles cambiarios y autorizaciones para endeudarse.

Moody's Local Argentina considera en las calificaciones el aumento del riesgo sistémico de Argentina que estrecha los vínculos económicos y financieros entre el gobierno central y los subsoberanos, lo que ha resultado en general en un deterioro en la calidad crediticia de estos últimos. En el 2020 los subsoberanos de Argentina han experimentado un deterioro de las condiciones económicas y financieras que continuará afectando sus resultados en adelante, dificultando el refinanciamiento de sus deudas. Esperamos que los gobiernos locales y regionales de Argentina experimenten pérdidas sustanciales de acceso a los mercados.

Debido a los desafíos internos y externos que enfrenta actualmente la Argentina, entre los cuales se encuentran los riesgos asociados con el brote de coronavirus, se pronostica una contracción de 12,5% en el PIB real para el 2020 (según el Relevamiento de las Expectativas de Mercado, a julio 2020), el tercer año consecutivo de recesión para el país (-2,2% en 2019 y -2,5% en 2018). Se espera que esta caída severa del nivel de actividad tenga un impacto significativo en los ingresos de los gobiernos locales y regionales de Argentina, porque tanto los ingresos propios como las transferencias automáticas del gobierno federal están altamente correlacionados con el desempeño económico del país. Adicionalmente, esperamos que las crecientes demandas sociales, impulsadas por la caída del poder adquisitivo y el aumento de la pobreza y el desempleo, presionen a los subsoberanos para aumentar el gasto.

## Fortalezas crediticias

- » Sólida base de ingresos propios
- » Moderados niveles de deuda financiera con relación a los ingresos
- » Tendencia histórica de márgenes operativos positivos

## Debilidades crediticias

- » Historial de déficits financieros
- » Exposición a deuda en moneda extranjera
- » Continuas presiones por el lado del gasto en personal, en un contexto de elevadas tasas de inflación
- » Débil ambiente operativo de Argentina, factor común a todas las jurisdicciones dentro del territorio nacional

## Análisis de los factores estándares de calificación

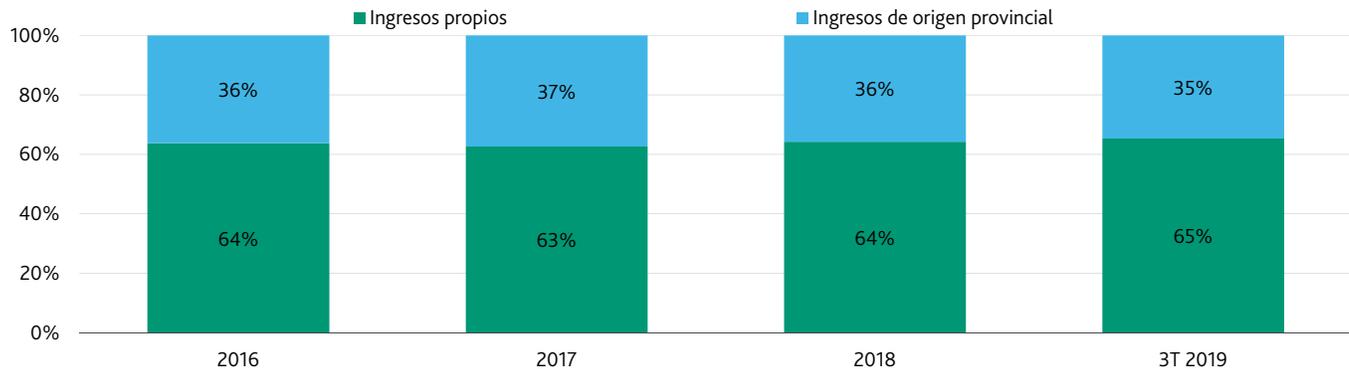
### Fundamentos económicos

Córdoba es la ciudad capital de la Provincia de Córdoba, una de las más importantes y pobladas del país. Posee una población estimada en poco más de 1,4 millones de habitantes (39% de la población total de la provincia). El sector tecnológico ha sufrido una considerable

expansión en los últimos años y han convertido a la Ciudad de Córdoba en una ciudad con un marcado perfil tecnológico. Dentro de la industria, el sector automotriz y autopartista ocupa un lugar de preponderancia. Durante el año 2018, el Producto Bruto Geográfico (PBG) per cápita de la Provincia de Córdoba representaba aproximadamente el 85% del promedio nacional.

La municipalidad registra una sólida base de ingresos propios, equivalentes al 65,3% de sus ingresos operativos en el tercer trimestre 2019, un nivel alto en comparación con el de sus pares locales. Esto le otorga a la municipalidad una menor dependencia del Régimen de Coparticipación Municipal de Impuestos Nacionales y Provinciales, y una mayor flexibilidad en la gestión de sus ingresos.

**FIGURA 2: Composición de los ingresos totales de la municipalidad**



Fuente: Estados financieros de la Municipalidad de Córdoba

### Resultados financieros

Durante los últimos cinco ejercicios, la Municipalidad de Córdoba registró márgenes operativos positivos equivalentes, en promedio, a alrededor del 9% de los ingresos corrientes, sin incurrir en ningún déficit. Los márgenes operativos fueron sostenidos por una sólida base de ingresos propios que refleja un relativamente elevado grado de flexibilidad fiscal. Sin embargo, a pesar de reportar márgenes operativos positivos, el desempeño ha sido volátil.

Si bien la municipalidad ha exhibido déficits financieros recurrentes en los últimos años, en el ejercicio 2018 (cifras provisionales), se registra un superávit en el orden del 1,2% de los ingresos totales. Asimismo, la municipalidad continuó registrando un desempeño operativo superavitario registrando un resultado positivo corriente por ARS 3.174 millones, un 14,1% medido sobre los ingresos corrientes del año (superior al 12,6% al cierre del ejercicio 2017).

Al cierre de septiembre 2019, la Municipalidad de Córdoba reportó un resultado operativo o corriente de ARS 3.210 millones, equivalentes al 14,7% de los ingresos corrientes del período, comparándose negativamente con un resultado de 18,7% reportado a septiembre 2018. Tras computar los ingresos y egresos de capital, la municipalidad registró un déficit de ARS 97,5 millones, equivalentes al 0,4% de los ingresos totales del período, frente a un superávit equivalente a 10,8% para el mismo periodo del 2018. El deterioro en dicha métrica se encuentra fundamentalmente explicado por un aumento del 53% en el total de egresos, significativamente por encima del aumento del 36% en los ingresos totales. Mientras que la capacidad de recaudación de la municipalidad cayó debido a la fuerte desaceleración económica, los gastos en personal, 55% de las erogaciones totales, mostraron un aumento del 53% para el periodo analizado.

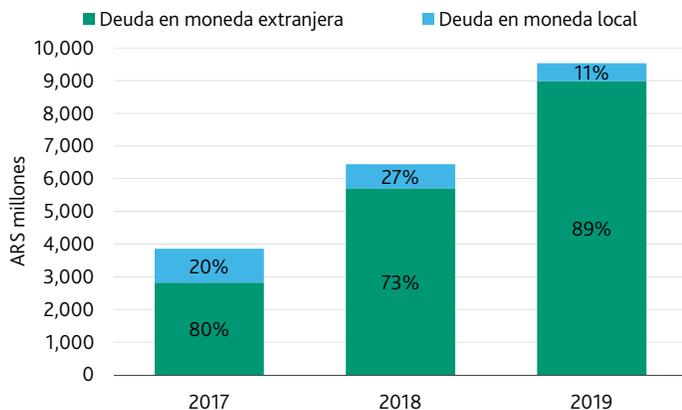
En abril de 2020, la municipalidad anunció la emisión de títulos de deuda por ARS 2.000 millones para cancelar deudas con proveedores y contratistas. De esta forma, la municipalidad hizo frente a presiones de liquidez específicas, al verse la recaudación deteriorada en medio de la contracción económica, la cual está potenciada por los efectos del coronavirus.

### Perfil de deuda

Al cierre de 2019, el stock de deuda de la municipalidad ascendió a ARS 9.532 millones, representando un 33% de los ingresos totales anualizados a septiembre 2019 (última información disponible), nivel de deuda superior en un 48,0% al stock presentado al cierre del 2018. Al 31 de diciembre de 2019, la emisión realizada por la municipalidad en 2016 en el mercado internacional representó casi la totalidad de la deuda (94%). El remanente, al igual que en años anteriores, se compone principalmente de Letras de Tesorería emitidas por la municipalidad (6%), y de financiamiento obtenido de entidades bancarias bajo líneas de crédito disponibles. Cabe señalar que el 89% de la deuda de la Municipalidad de Córdoba se encuentra denominada en moneda extranjera, encontrándose altamente expuesta a la volatilidad cambiaria.

La carga de intereses de la municipalidad ha mostrado históricamente indicadores bajos en comparación a sus pares. Para el periodo 2016-2018, el indicador de intereses a ingresos operativos promedió un 2,3%, mostrando una fuerte suba frente a los ejercicios anteriores. Al tercer trimestre del 2019, los pagos de intereses fueron de ARS 408 millones, un 1,9% de los ingresos operativos.

FIGURA 3: Stock de deuda de la municipalidad por moneda



Fuente: Stock de deuda presentado por la municipalidad

FIGURA 4: Stock de deuda al 31 de diciembre de 2019

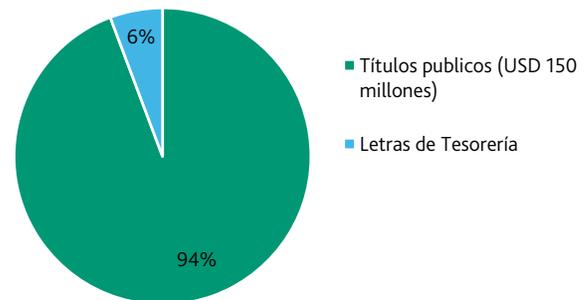
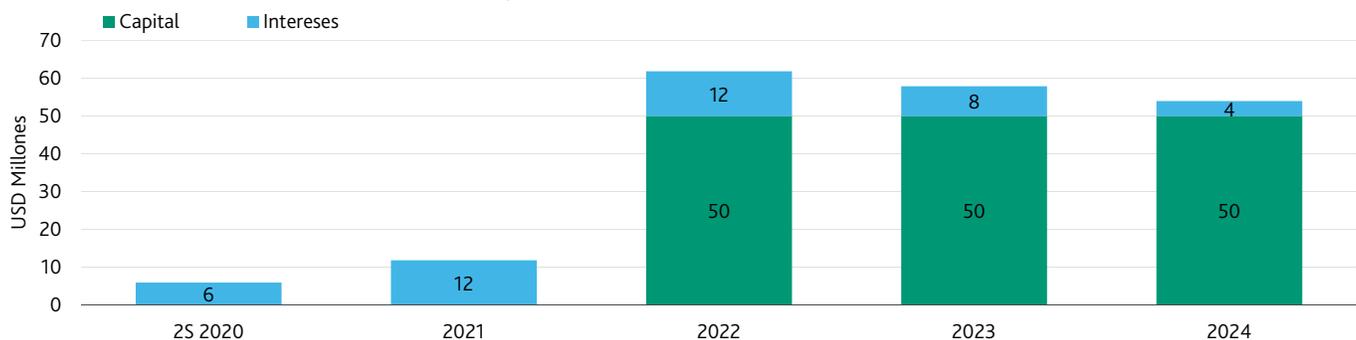


FIGURA 4: Perfil de vencimiento del título de deuda por USD 150 millones, con vencimiento en 2024



Fuente: Elaboración propia en base al prospecto de emisión

Adicionalmente al endeudamiento detallado, la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba diseñó un programa financiero para los próximos años con el objeto de recomponer sus recursos financieros, la liquidez y lograr gradualmente una mayor visibilidad de la ciudad en el mercado de capitales local como emisora de diferentes títulos de deuda. Como parte del mencionado programa financiero, se encuentran las recurrentes emisiones de Letras del Tesoro. Las letras podrán ser emitidas con un plazo de hasta 360 días. Cada serie vencerá en una determinada cantidad de días a contar desde la fecha de colocación y amortizará de acuerdo a lo que disponga la Secretaría de Economía y Finanzas al establecer las condiciones particulares de cada emisión. El objetivo de estos programas de emisión de Letras del Tesoro de corto plazo es el de cubrir déficits estacionales o transitorios de caja. Actualmente la municipalidad ha cancelado todas las series de los programas emitidos anteriormente, y ha emitido un nuevo Programa de Letras del Tesoro para el año 2020 por un monto máximo de ARS 2.000 millones. Las Letras del Tesoro a emitirse dentro de este programa serán garantizadas, afectando los recursos de origen municipal en virtud de la Ordenanza N 12.994 y sus enmiendas. Actualmente se encuentran vigentes las series 38 y 39, emitidas por ARS 400 y ARS 600 millones, con vencimiento el 2 de octubre de 2020 y el 2 de marzo de 2021, respectivamente. Ambas emisiones se encuentran garantizadas por recursos provenientes de la recaudación del municipio por la contribución que incide sobre la actividad comercial, industrial y de servicios, categoría grandes contribuyentes tipo 3.

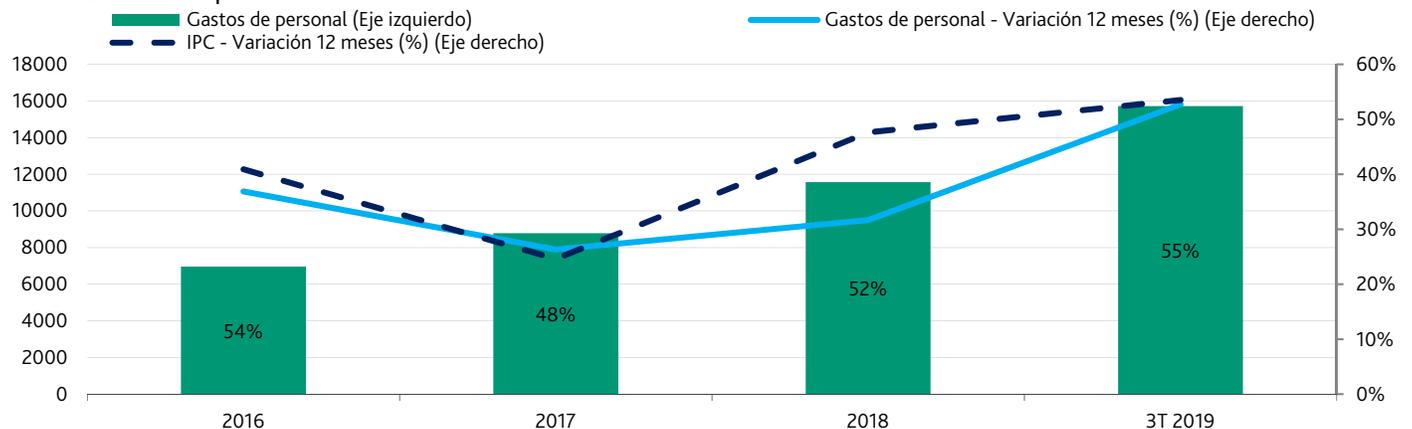
### Gobierno interno y administración

Al entorno operativo se le une un marco institucional en el cual los gobiernos locales y regionales de Argentina portan una significativa responsabilidad en la prestación de servicios públicos mientras, en general, dependen en gran medida de las transferencias que el Estado Nacional envía en concepto de Coparticipación Federal de Impuestos, dando cuenta de una limitada flexibilidad fiscal frente al nivel de ingresos. En el caso de la Municipalidad de Córdoba, la misma depende de las transferencias del gobierno provincial.

Por el lado del gasto, los gobiernos locales y regionales tienen cierto arbitrio que les ofrece la posibilidad de generar ahorros, aunque muy limitada por la significativa importancia de los costos en personal dentro de la estructura de gastos, que en el caso de la Municipalidad

de la Ciudad de Córdoba alcanzaron un 64,5% sobre gastos corrientes a septiembre de 2019, y más aun considerando los niveles de inflación persistentemente alta en Argentina (54% en el 2019).

FIGURA 5: Gastos de personal



Para el tercer trimestre se consideran los últimos 12 meses. Los porcentajes representan los gastos de personal sobre gastos totales  
Fuentes: Estados financieros de la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba y el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC)

Los factores de administración y gobierno interno de la Municipalidad de Córdoba están relativamente en línea con el de otros emisores comparables. Si bien la municipalidad ha registrado déficits financieros en los últimos cuatro años, existe una política prudente en el manejo de la deuda y las inversiones.

## Otras consideraciones

### Transparencia y divulgación financiera

Los informes financieros de los GLR de Argentina no son auditados por firmas de auditoría independientes. Los reportes son claros y detallados e incluyen la preparación de balances. La información fiscal y financiera es publicada regularmente en el sitio de Internet oficial de la municipalidad, aunque, en algunos momentos, con significativos atrasos.

### Consideraciones sociales, ambientales o de gobierno interno

Las consideraciones sociales son importantes para el perfil crediticio de la municipalidad. Los subsoberanos argentinos están expuestos a las crecientes demandas sociales impulsadas por la caída del poder adquisitivo, y el aumento de la pobreza y el desempleo. El mayor deterioro esperado en estos indicadores, el creciente descontento social y la presión de los sindicatos en medio de niveles de inflación persistentemente altos, y un entorno económico estresado por el brote de coronavirus, erosionarán las capacidades de recaudación de impuestos de la municipalidad y requerirán un aumento en el gasto social y de personal.

Las consideraciones de gobierno son materiales para el perfil crediticio de los subsoberanos argentinos. Los GLR en Argentina generalmente no alcanzan sus objetivos presupuestarios y adoptan prácticas de gobernanza débiles, como préstamos regulares para cubrir sus déficits operativos o incurrir en deuda en moneda extranjera no cubierta.

### Historial de incumplimiento

Un historial de incumplimiento es un factor negativo en nuestra evaluación de un GLR, ya que demuestra que el emisor ha tenido en el pasado la falta de capacidad o voluntad para hacerse cargo de sus obligaciones.

### Consideraciones relacionadas con el soberano y otros gobiernos de nivel superior

Los GLR de Argentina enfrentarán un deterioro de las condiciones económicas y financieras que socavarán sus resultados financieros y les dificultará refinanciar la deuda ante las presiones sociales y los cambios en las políticas. Debido a los desafíos internos y externos, entre los cuales se encuentran los riesgos asociados con el brote de coronavirus, se pronostica una contracción de 12,5% en el PIB real para el 2020 (según el Relevamiento de las Expectativas de Mercado, a julio 2020), el tercer año consecutivo de recesión para el país (-2,2% en 2019 y -2,5% en 2018).

Esperamos que el crecimiento económico real negativo tenga un impacto significativo en los ingresos de GLRs porque tanto los ingresos propios como las transferencias automáticas del gobierno federal están altamente correlacionados con el desempeño económico.

Además, las crecientes demandas sociales, impulsadas por la caída del poder adquisitivo y el aumento de la pobreza y el desempleo presionarán a los GLRs para que aumenten el gasto.

### **Evaluación del soporte extraordinario**

Moody's Local Argentina asigna una moderada probabilidad de apoyo extraordinario por parte del gobierno provincial en favor de la municipalidad.

## Información complementaria

### Detalle de las calificaciones asignadas

Instrumento	Actual		Anterior	
	Calificación	Perspectiva/Revisión	Calificación	Perspectiva/Revisión
Calificación de emisor en moneda local	BB+.ar	En revisión a la baja	Ca.ar	Perspectiva Negativa
Calificación de deuda sénior garantizada de corto plazo en moneda local	ML B.ar	En revisión a la baja	--	--
Programa de letras del tesoro 2020 por un monto máximo en circulación de hasta ARS 2.000 millones (y las series a emitirse dentro del mismo)	ML B.ar	En revisión a la baja	Ca.ar	Perspectiva Negativa

### Definición de las calificaciones asignadas

**BB.ar:** Emisores o emisiones calificados en BB.ar con una calidad crediticia por debajo del promedio en comparación a otros emisores locales.

**ML B.ar:** Los emisores calificados en ML B.ar tienen una capacidad por debajo del promedio para pagar obligaciones de deuda sénior no garantizada de corto plazo en comparación con otros emisores locales.

Moody's Local Argentina 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.

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

### Información considerada para la calificación

- » Cuentas generales y balances por los ejercicios fiscales 2014-2018 y a septiembre 2019
- » Presupuesto de Ingresos y Egresos aprobados correspondientes a los ejercicios 2014-2020
- » Estado de deuda financiera por los ejercicios 2014-2019
- » Normativa jurídica municipal
- » Información de gestión y obtenida de reuniones mantenidas con los responsables de la gestión económica y financiera del municipio
- » Información obtenida mediante reuniones con funcionarios de la municipalidad
- » Borradores y versiones definitivas de prospectos de emisión de deuda
- » Información obtenida de la página de Internet oficial de la Municipalidad de Córdoba: [www.cordoba.gov.ar](http://www.cordoba.gov.ar)
- » Fue empleada la metodología de calificación de gobiernos locales y regionales, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

© 2020 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S INVESTORS SERVICE DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S

NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, 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 2.700.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.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 61 003 399 657 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.

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 JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

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