

# MOODY'S INVESTORS SERVICE

## OPINIÓN CREDITICIA

## Veracruz, Estado de

Actualización sobre la Reciente Acción de Calificación del Soberano

### Índice:

|                                                                  |   |
|------------------------------------------------------------------|---|
| RESUMEN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN                    | 1 |
| DETALLE DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN                    | 3 |
| CONSIDERACIONES DE APOYO EXTRAORDINARIO                          | 5 |
| RESULTADOS DE LA MATRIZ DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE | 5 |
| METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN Y MATRIZ DE FACTORES                 | 6 |
| CALIFICACIONES                                                   | 6 |

### Contactos:

|                                    |                                          |
|------------------------------------|------------------------------------------|
| MEXICO                             | +52.55.1253.5700                         |
| Roxana Muñoz                       | +52.55.1253.5721                         |
| Assistant Vice President – Analyst | roxana.munoz@moodys.com                  |
| Maria del Carmen Martínez-Richa    | +52.55.1253.5729                         |
| Vice President Senior Analyst      | mariadelcarmen.martinez-richa@moodys.com |
| NUEVA YORK                         | +1.212.553.1653                          |
| Alejandro Olivo                    | +1.212.553.3837                          |
| Associate Managing Director        | alejandro.olivo@moodys.com               |
| LONDRES                            | +44.20.7772.5454                         |
| David Rubinoff                     | +44.20.7772.1398                         |
| Managing Director - Sub Sovereigns | david.rubinoff@moodys.com                |

Esta Opinión Crediticia proporciona una discusión detallada de las calificaciones del Estado de Nuevo León, y debe ser acompañada de la información de calificaciones disponible en la página de Internet de Moody's [Haz clic aquí para el enlace](#)

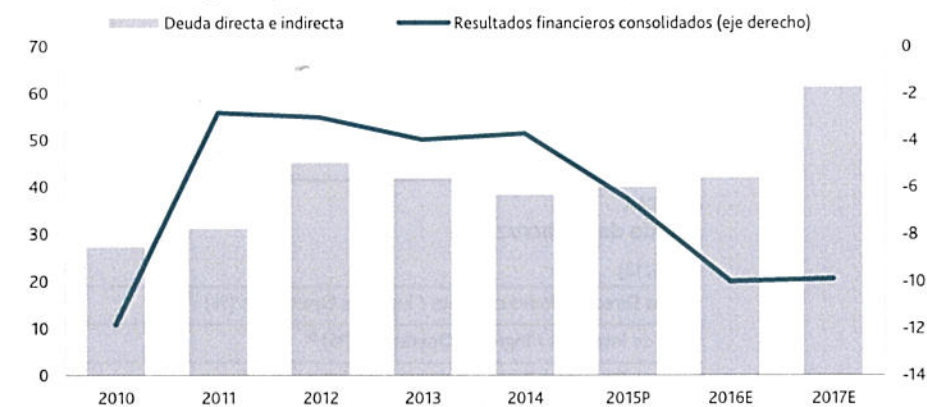
### Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de emisor de B3.mx (Escala Nacional de México) y Caa1 (Escala Global, moneda local) asignadas al Estado de Veracruz reflejan el deterioro en la relación entre efectivo y pasivos circulantes del estado, la cual pasó de 0.047X a 0.008X veces entre el segundo y el tercer trimestre de 2016. Este deterioro obedece tanto a una caída de los niveles de efectivo del estado, los cuales pasaron de MXN 847 millones a MXN 370 millones, como a un aumento en los pasivos circulantes del Estado, los cuales pasaron de MXN 18 mil millones a MXN 46 mil millones.

Las calificaciones también toman en cuenta altos niveles de endeudamiento, así como prácticas de transparencia y contabilidad extremadamente deficientes. Al cierre del 2015, la deuda directa e indirecta neta representó 39.9% de los ingresos totales, uno de los más altos niveles de los estados mexicanos calificados. Esperamos que la deuda aumente a alrededor del 61% de los ingresos totales a 2017 dada la ajustada posición de liquidez del estado.

GRÁFICA 1

**Veracruz: se anticipa deterioro en los déficits financieros y en los niveles de deuda 1/**



1/ Deuda directa e indirecta sobre ingresos totales. Déficits consolidados medidos sobre ingresos totales.

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

### Comparación entre Emisores Nacionales

El Estado de Veracruz está calificado en la parte inferior del rango de calificaciones para los estados mexicanos, cuyas calificaciones abarcan de Caa1 a Baa1. La posición de Veracruz respecto a sus pares nacionales refleja niveles de ingresos propios inferiores a la mediana de los estados mexicanos calificados, niveles de deuda por arriba de la mediana, y liquidez por debajo de la mediana.

### Fortalezas Crediticias

- » Economía diversificada.

### Retos Crediticios

- » Registro persistente de déficits financieros.
- » Alto nivel de endeudamiento.
- » Muy ajustada posición de liquidez.
- » Elevados pasivos actuariales por pensiones que podrán limitar la flexibilidad financiera.
- » Falta de transparencia y prácticas deficientes de contabilidad.

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones es negativa y refleja las expectativas de Moody's de que el estado tendrá una flexibilidad financiera limitada para revertir el deterioro financiero, mejorar su liquidez, y limitar el aumento de deuda.

### Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

- » El registro continuo de resultados financieros equilibrados.
- » Una mejora en la posición de liquidez.
- » Una estabilización y eventual reducción significativa de los niveles de endeudamiento.

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

- » Reducción significativa y sostenible de los déficits financieros.
- » Disminución del endeudamiento.

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

- » Altos déficits financieros.
- » Mayor deterioro de la liquidez.
- » Aumento del endeudamiento.
- » Una baja en la calificación de los bonos soberanos de México.

### Indicadores Clave

GRÁFICA 2

#### Estado de Veracruz

| (AL 31/12)                                                               | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  |
|--------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>  | 31.1  | 45.1  | 41.8  | 38.2  | 39.9  |
| Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>               | 3.1   | 2.5   | 3.6   | 3.6   | 3.2   |
| Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) <sup>[2]</sup>         | (2.8) | (3.0) | (4.0) | (3.4) | (6.5) |
| Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)                    | (2.8) | (3.0) | (4.0) | (3.4) | (6.5) |
| Gastos de Capital / Egresos Totales (%)                                  | 5.0   | 6.7   | 7.3   | 10.4  | 7.1   |
| Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup> | 7.3   | 5.2   | 4.7   | 4.6   | 4.6   |
| PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)                                   | 77.8  | 80.2  | 78.5  | 76.2  | -     |

[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 Veracruz

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.

### Acontecimientos Recientes

El 28 de abril, Moody's afirmó las calificaciones de Caa1/B3.mx, perspectiva negativa, del Estado de Veracruz. 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.

### Detalle de los Fundamentos de la Calificación

La calificación asignada al Estado de Veracruz combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de caa1 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

#### Economía Diversificada

Veracruz es el tercer estado más grande de México con más de 7 millones de habitantes y una economía que representa 4.6% del PIB nacional. La base económica está diversificada entre manufactura, comercio y servicios financieros. La agricultura y ganadería también son importantes. Aunque el PIB per cápita del Estado se sitúa alrededor del 78% del promedio nacional, la diferencia entre Veracruz y la nación tomada en su conjunto se ha mantenido estable. Se espera que las recientemente aprobadas reformas al sector energético sean un factor económico positivo neto en el largo plazo.

#### Registro Persistente de Déficits Financieros

Veracruz presenta un desequilibrio estructural entre sus gastos e ingresos, lo cual ha resultado en déficits financieros recurrentes. Entre 2011 y 2015, los gastos crecieron a una tasa anual de crecimiento compuesto (CAGR, por sus siglas en inglés) del 6.4%, mientras que sus gastos lo hicieron al 7.3%. En 2015, una vez tomando en cuenta los gastos ejecutados fuera de los procedimientos presupuestales, el déficit alcanzó 6.5% de los ingresos totales, el nivel más alto desde 2010.

Debido a las elevadas presiones de gasto, esperamos que Veracruz presente déficits del orden del 10% en 2016 y 2017. El estado tiene una flexibilidad más limitada debido al cambio de cerca de 5,000 trabajadores temporales al status de trabajadores permanentes y la retención de un porcentaje de sus participaciones por haber roto una obligación estipulada en sus emisiones bursátiles. Igualmente, el estado ha incumplido obligaciones de hacer respecto a las calificaciones mínimas que debía mantener en la mayoría de sus créditos bancarios respaldados con participaciones federales (ver sección siguiente). En ese sentido, estimamos que el estado erogará alrededor de MXN 1,300 millones de pesos adicionales en concepto de pago de intereses respecto a nuestras previsiones originales para 2017.

El estado de Veracruz también presenta ingresos propios bajos en comparación con sus pares. Al cierre de 2015, Veracruz presentó ingresos propios del 4.6% de los ingresos totales.

#### Alto Nivel de Endeudamiento

No obstante el registro de déficits financieros recurrentes en los últimos años, el endeudamiento del estado se ha mantenido constante. La deuda directa e indirecta neta alcanzó su punto más alto en 2012, la deuda directa e indirecta neta representó 45% de los ingresos totales de un bajo 10.4% en 2008. En 2014, el estado no contrató créditos, por lo que su indicador de deuda contra ingresos totales volvió a disminuir y se

ubicó en 38.2%. No obstante, en 2015, el Estado contrató créditos por valor de MXN 1,388 y MXN 4,798 con Multiva respaldados por participaciones. De tal forma, Moody's estima que, al cierre de 2015, la deuda

directa e indirecta neta aumentó a 39.9% de los ingresos totales. Estimamos que, debido a la ajustada posición de liquidez del estado, particularmente, su alto nivel de pasivos con proveedores, la nueva administración tendrá que contratar deuda bancaria adicional, potencialmente llevando los niveles de deuda del estado a 61% en 2017.

Al revelar sus estados financieros de 2015, Veracruz incumplió una obligación de hacer referente a sus pasivos de corto plazo: la obligación mandataba que los pasivos de corto plazo no podían superar los 800 millones de UDIs, una cantidad cercana a los MXN 8,000 millones; Veracruz reveló pasivos de corto plazo superiores a los MXN 12,000 millones. Ante estos hechos, los tenedores de las emisiones bursátiles de Veracruz llamaron a un evento preventivo que resulta en el envío de una cantidad mayor de participaciones a una cuenta de reserva.

#### Ajustada Posición de Liquidez

Entre el segundo y el tercer trimestre de 2016, la posición de liquidez de Veracruz se deterioró considerablemente debido a la revelación de pasivos no revelados anteriormente. De tal forma, los pasivos aumentaron de cerca de MXN 18 mil millones a MXN 46 mil millones, mientras que el efectivo del estado pasó de MXN 847 millones a MXN 350 millones, llevando la razón entre efectivo y pasivos circulantes de 0.047X a 0.008X. El deterioro en la liquidez de Veracruz es un reflejo de débiles prácticas de manejo presupuestal, y su ajustada posición de liquidez es un reto crediticio importante.

#### Elevado Pasivo Actuarial Por Pensiones

El 21 de julio de 2014, el Congreso del Estado de Veracruz aprobó una reforma a la ley de pensiones que ayudará a mitigar la exposición presupuestaria del estado a los costos asociados al pago de pensiones de los trabajadores del Estado y sus municipios. La reforma consistió en aumentar la contribución tanto del estado como de los empleados de forma gradual. Adicionalmente, la edad de retiro fue aumentada a 65 de 60 años, y el número de años de servicio mínimo para solicitar el retiro aumentó a 30 de 15 años. Actualmente, Veracruz dedica 5.8% de su presupuesto para el pago de obligaciones por pensiones, del cual 3.1% corresponde a contribuciones patronales normales y 2.7% al pago de beneficios directos que no pueden ser cubiertos por el fondo de pensiones dada su insuficiencia. Los beneficios de la reforma se han visto contrarrestados por la reciente conversión de más de 5,400 trabajadores temporales en permanentes. Si bien en el corto plazo esta medida representa un aumento de MXN 108 millones para 2017, el pasivo actuarial del estado aumentará.

#### Falta de Transparencia y Prácticas Deficientes de Contabilidad

El Estado de Veracruz no ha alcanzado sus objetivos fiscales en los últimos años y ha registrado déficits financieros de forma permanente. Los informes financieros del estado no se publican oportunamente. Además, en los estados financieros publicados por el estado se presentan dificultades para conciliar el estado de ingresos y egresos con movimientos en el balance. Finalmente, la cuenta pública del tercer trimestre de 2016 reveló pasivos sin declarar por primera vez, y presenta un aumento en el activo circulante por cerca de MXN 32 mil millones por concepto de "cuentas por aclarar con cargo a la tesorería".

Igualmente, el estado dejó de reportar los gastos ejecutados fuera del proceso presupuestal, los cuales ascendían a MXN 8,000 millones de pesos al segundo trimestre de 2016. Todo esto revela prácticas de contabilidad y transparencia altamente deficientes.

## 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 Veracruz. 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 Veracruz, la matriz BCA, genera una BCA estimada de ba2, cuatro niveles por encima de la BCA de caa1 asignada por el comité de calificación.

El BCA generado por la matriz de ba2 refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 7 (que se presenta a continuación), en una escala del 1 al 9, donde 1 representa la calidad crediticia más fuerte y 9 la más débil; y

(2) el riesgo sistémico de A3, como lo refleja la calificación de deuda soberana (A3, negativa). La diferencia de cuatro niveles reflejan ciertos factores no capturados por el scorecard, los cuales incluyen falta de transparencia, rigideces en el gasto y retos para revertir el deterioro financiero, así como niveles de deuda y liquidez considerablemente peor que la de sus pares.

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

La principal metodología utilizada en esta calificación es Gobiernos Locales y Regionales publicada en enero 2013. Favor de entrar a la página de Metodologías en [www.moodys.com.mx](http://www.moodys.com.mx) para obtener una copia de la misma.

GRÁFICA 3

### Estado de Veracruz

| 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          | 75.70 | 70%                         | 7.8                   | 20%                     | 1.56           |
| Volatilidad Económica                                        | 5          |       | 30%                         |                       |                         |                |
| <b>Factor 2: Marco Institucional</b>                         |            |       |                             |                       |                         |                |
| Marco Legislativo                                            | 5          |       | 50%                         | 7                     | 20%                     | 1.40           |
| Flexibilidad Financiera                                      | 9          |       | 50%                         |                       |                         |                |
| <b>Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Deuda</b>      |            |       |                             |                       |                         |                |
| Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)            | 7          | -3.06 | 12.5%                       | 4.75                  | 30%                     | 1.43           |
| Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)                  | 5          | 3.31  | 12.5%                       |                       |                         |                |
| Manejo de Efectivo y Liquidez                                | 9          |       | 25%                         |                       |                         |                |
| Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)     | 3          | 40.60 | 25%                         |                       |                         |                |
| Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)        | 1          | 8.30  | 25%                         |                       |                         |                |
| <b>Factor 4: Políticas de Gobierno y Administración- Max</b> |            |       |                             |                       |                         |                |
| Controles de riesgo y administración financiera              | 9          |       |                             | 9                     | 30%                     | 2.70           |
| Gestión de inversiones y deuda                               | 9          |       |                             |                       |                         |                |
| Transparencia y Revelación                                   | 9          |       |                             |                       |                         |                |
| <b>Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje</b>                |            |       |                             |                       |                         | <b>7.09(7)</b> |
| <b>Evaluación de Riesgo Sistémico</b>                        |            |       |                             |                       |                         | <b>A3</b>      |
| <b>BCA Estimada</b>                                          |            |       |                             |                       |                         | <b>ba2</b>     |

Fuente: Moody's Investors Service

## Calificaciones

GRÁFICA 4

### Veracruz, Estado de

| Categoría                       | Calificación de Moody's |
|---------------------------------|-------------------------|
| Perspectiva                     | Negativa                |
| <b>Calificaciones al Emisor</b> |                         |
| Escala Nacional de México       | B3.mx                   |
| Escala Global, Moneda Local     | Caa1                    |

## Calificaciones de Deuda

| Acreedor        | Monto original (mxn millones) | Calificación escala global, moneda local | Calificación escala nacional de México |
|-----------------|-------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------|
| Banco del Bajío | 1,500                         | Ba2                                      | A2.mx                                  |
| Inbursa         | 5,500                         | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Multiva         | 1,300                         | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Banobras        | 1,220                         | Ba2                                      | A2.mx                                  |
| Santander       | 750                           | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Banamex         | 500                           | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Banobras        | 4,600                         | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Banorte         | 4,500                         | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Interacciones   | 1,500                         | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Multiva         | 1,500                         | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Interacciones   | 695                           | Ba3                                      | A3.mx                                  |
| Banobras (FAIS) | 1,730                         | Ba3                                      | A3.mx                                  |

Fuente: Moody's Investors Service

Número de Reporte: 1071075

Autor  
Roxana MuñozAsociado de Producción  
Sivaraj Chandran T

© 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 DICHAS 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.moody.com](http://www.moody.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. ("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, abonar a MJKK 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, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses