

## INFORME DE CALIFICACIÓN

# Provincia de Mendoza

Argentina

### Tabla de Contenidos:

CALIFICACIONES	1
1. INTRODUCCIÓN	2
2. EVALUACIÓN DEL ANÁLISIS DE RIESGO DE CRÉDITO BASE (BCA POR SUS SIGLAS EN INGLÉS)	3
EVALUACIÓN DEL RIESGO SISTÉMICO CON BASE EN LA CALIFICACIÓN DE LOS BONOS DEL PAÍS	6
DETERMINACIÓN DE LA PUNTUACIÓN BCA CON BASE EN LA MATRIZ DE COMBINACIÓN DEL RIESGO IDIOSINCRÁTICO CON EL RIESGO SISTÉMICO	6
OTROS FACTORES ADICIONALES RELEVANTES	6
EVALUACIÓN DE LA PROBABILIDAD DE APOYO EXTRAORDINARIO	6
INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN	7
CALIFICACIÓN FINAL DEL INSTRUMENTO	7
APÉNDICE 2. TABLA DE INDICADORES CLAVE	9

### Analista Principal:

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600  
Alejandro Pavlov +54.11.5129.2629  
Vice President - Senior Analyst  
alejandropavlov@moody.com

### Calificaciones \*

#### Provincia de Mendoza

Categoría	Calificación De Moody's	Anterior
Perspectiva	Negativa	Negativa
<b>Calificaciones al Emisor</b>		
Escala Nacional de Argentina (moneda local/moneda extranjera)	Baa3.ar/B1.ar	Baa3.ar/B1.ar
Escala Global, moneda local	Caa1	Caa1
<b>Calificaciones de los Títulos de Deuda dentro del Programa de Emisión por hasta ARS1.806,7 millones</b>		
Clase I por hasta ARS400 millones	Caa1/Baa3.ar	No aplicable

\* 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. Informe de calificación inicial del instrumento. <sup>1)</sup> Los títulos emitidos bajo estas series estarán denominados en US\$ pero serán integrados y pagados en pesos argentinos al tipo de cambio aplicable. Por este motivo se les asigna calificaciones en moneda local.

### Indicadores Clave

(AL 31/12)	2009	2010	2011	2012	2013
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	68.2	56.2	47.9	39.3	38.5
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	2.4	2.0	1.7	1.4	1.5
Superávit (déficit) Operativo / Ingresos Corrientes (%)	3.1	2.3	-1.2	-1.5	-0.7
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	-7.3	-5.1	-10.9	-6.2	-4.3
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	11.6	11.1	11.8	6.7	5.6
Transferencias Federales / Ingresos Corrientes (%)	54.9	57.5	56.3	52.1	51.1
PIB per cápita / Promedio nacional (%)	75.0	77.2	77.3	--	--

## 1. Introducción

Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo posicionó las calificaciones en escala nacional de la Provincia de Mendoza y sus respectivas deudas en la escala nacional revisada que Moody's aplica para emisores argentinos. La escala nacional revisada proporciona una mayor diferenciación crediticia entre emisores locales.

Moody's Latin America (Moody's) asigna calificaciones en escala nacional de Baa3.ar (moneda local) y B1.ar (moneda extranjera) a la Provincia de Mendoza como así también a los títulos de deuda emitidos en dólares estadounidenses al 5 1/2% con vencimiento final en 2018. También asigna calificaciones Caa1/Baa3.ar a las Clases I, II y III bajo los Programa de Emisión de Títulos de Deuda autorizados por Leyes provinciales N° 8530 y 8270 y Decretos N°449/13 y 2231/13. Por último, también se califica el Programa de Emisión de Letras del Tesoro ampliado por hasta ARS933 millones aproximadamente (y las series y clases emitidas y a emitirse dentro del mismo) que fue creado por el Decreto N°1182 del 2014 y la Clase 1 de Títulos de Deuda por hasta ARS400 millones a emitirse dentro del Programa de Emisión de Títulos de Deuda por ARS1.806,7 millones aprobado por Decreto provincial N°1662/14. Esta Clase I fue además autorizada por la Resolución N°307 del Secretario de Hacienda de la Nación.

Los múltiples canales de contagio del gobierno central son factores que se están evidenciando cada vez más, lo que limita la calidad crediticia de los gobiernos sub-soberanos de Argentina. Con respecto a las calificaciones en moneda extranjera, las calificaciones asignadas reflejan nuestra opinión sobre los riesgos adicionales que podrían afrontar los sub-soberanos argentinos al pagar sus obligaciones en moneda extranjera en un entorno de políticas cada vez más intervencionistas por parte del gobierno nacional cuyo objetivo es restringir las compras de moneda extranjera.

Las características crediticias de Mendoza reflejan ratios de deuda-ingresos en disminución y una economía diversificada que es compatible con una relativamente sólida base de ingresos propios. Las calificaciones también reflejan continuas presiones por el lado del gasto que han llevado a la disminución de los márgenes operativos incluyendo déficits en el trienio 2011-2013.

### Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias de la Provincia de Mendoza incluyen:

- » Economía diversificada que da soporte a una sólida base de ingresos propios,
- » Decrecientes niveles de deuda en relación a los ingresos con una manejable proporción de deuda en moneda extranjera,
- » Bajo nivel de costo del servicio de la deuda.

### Desafíos Crediticios

Los desafíos crediticios de la Provincia de Mendoza incluyen:

- » Decrecientes márgenes operativos desde 2006, incluyendo déficits en 2011 y en 2012,
- » Incertidumbre económica que alimenta presiones en materia de gastos, especialmente en personal,
- » Reducir en mayor medida el peso de las transferencias desde el Gobierno Nacional sobre el total de ingresos.

### Perspectiva de la Calificación

Moody's asigna a las calificaciones una perspectiva negativa, en línea con la perspectiva de la calificación de los bonos soberanos de Argentina. La misma refleja la expectativa de un incremento en los riesgos como consecuencia de una menor actividad económica y mayor inflación, así como un debilitamiento en el entorno operativo afectando a) la capacidad de acceder a moneda extranjera para continuar honrando sus compromisos en dicha moneda, y b) afectando los márgenes o resultados operativos. Los bonos soberanos de Argentina presentan perspectiva negativa asignada el 31 de Julio de 2014.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Alza

Dada la perspectiva negativa de las calificaciones, Moody's no espera presiones al alza sobre las calificaciones de la provincia en el corto a mediano plazo.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Una baja en la calificación de los bonos soberanos de Argentina y/o un mayor deterioro del riesgo sistémico o idiosincrático de esta provincia podría ejercer presión a la baja en las calificaciones asignadas y llevar a una baja en el corto a mediano plazo.

## 2. Evaluación del análisis de Riesgo de Crédito Base (BCA por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>

En el caso de la Provincia de Mendoza, la tarjeta de puntuación del riesgo de crédito base (que se presenta en el Apéndice 1 del presente informe) genera una BCA estimada en caa1 debido al puntaje obtenido igual a 5.

La tarjeta de puntuación ó "scorecard" BCA, que genera evaluaciones estimadas del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, es la herramienta que utiliza el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos regionales y locales. Los indicadores crediticios que captura el scorecard proporcionan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual; sin embargo, la BCA estimada que genera el scorecard no sustituye los juicios que hace el comité de calificación con respecto a las evaluaciones específicas del riesgo crediticio base, ni tampoco es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones.

Consecuentemente, los resultados del scorecard tienen algunas limitaciones en cuanto a que se orientan al pasado utilizando datos históricos, mientras que las evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con visión al futuro. Adicionalmente, el número limitado de variables incluidas en el scorecard no puede capturar totalmente la extensión y profundidad de nuestro análisis. Sin embargo, las estadísticas de desempeño que captura el scorecard son importantes y, en general, se puede esperar calificaciones más altas entre emisores con más alta puntuación en el scorecard.

### Evaluación del riesgo idiosincrático

En las siguientes secciones, presentamos el análisis de los cuatro factores clave que se utilizan para determinar la evaluación del riesgo de crédito base e identificamos los ratios financieros o de otro tipo que utilizamos. Los cuatro factores son los siguientes:

<sup>1</sup> Baseline Credit Assessment o Riesgo de Crédito Base.

### Factor 1: Fundamentos Económicos

Con una población estimada para el año 2011 superior a los 1,7 millones de habitantes (INDEC), que representan aproximadamente el 4,3% de la población total del país, la economía de la provincia de Mendoza presenta una adecuada diversificación, es rica en recursos naturales y promotora del turismo. De acuerdo a datos preliminares de 2011, el PBG de Mendoza, medido en términos reales, creció un 8,9% respecto del año anterior, luego de la caída de -3,9% experimentada en 2009. En adelante, ante una menor actividad económica a nivel nacional para 2012 y 2013, Mendoza también podría ver afectado el crecimiento de su economía, dando lugar a posibles caídas en los ingresos.

La evolución del PBG de la provincia de Mendoza en los últimos años se explica básicamente por el comportamiento de tres sectores: Comercios, Restaurantes y Hoteles (25%), Servicios Sociales Comunes y Personales (16%) y la Industria Manufacturera (15%). La economía de Mendoza no muestra una clara supremacía de una sola actividad o industria, ya que, como se ha señalado, su economía presenta una adecuada diversificación que le permite desarrollar una relativamente sólida base de ingresos propios.

### Factor 2: Marco Institucional

Este entorno operativo se une a 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. Por el lado del gasto, las provincias 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.

### Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento

Los recursos propios de la Provincia de Mendoza representaron históricamente, alrededor del 45% de los recursos corrientes, por lo cual, la dependencia de los recursos de origen nacional es inferior a la del promedio de las provincias. El desempeño financiero de la provincia en los años posteriores a la crisis de 2001/2002 fue satisfactorio y principalmente atribuible al fuerte incremento que sufrieron los ingresos, alimentados fundamentalmente por una recuperación sostenida del PIB en combinación con altas tasas de inflación. Sin embargo, los márgenes operativos han venido cayendo con relación a los ingresos corrientes a partir de 2006, año en el cual los gastos corrientes comenzaron a crecer más aceleradamente que los ingresos. Así, durante el período 2009-2013, los gastos corrientes crecieron a una tasa anual compuesta del 26%, mientras que los ingresos corrientes lo hicieron a una tasa apenas inferior del 25%.

Como consecuencia de esta tendencia negativa, el superávit operativo o corriente provincial bajó de 13,9% de los ingresos corrientes en 2006 a un 2,3% en 2010, y la provincia registró resultados operativos negativos en los siguientes tres ejercicios. De acuerdo con la más reciente proyección elaborada por la provincia para el cierre del ejercicio 2014, el resultado operativo o corriente sería superavitario por algo más de ARS310 millones, equivalentes al 1% de los ingresos corrientes. Sin embargo, no resulta un superávit de magnitud comparable al de otros ejercicios reportados por esta misma provincia en el pasado.

Más recientemente, al cierre de los primeros diez meses del ejercicio 2014, la Provincia de Mendoza registró un resultado financiero superavitario total superior a los ARS383 millones, es decir casi un 1.7% medido sobre los ingresos totales del mismo período. Este resultado se logró en gran medida, en base a un positivo comportamiento de los recursos corrientes -los que crecieron un 40% más que durante los diez primeros meses del año 2013 frente a egresos corrientes que aumentaron en un 38%- pero también debido a un menor ritmo de ejecución del gasto de capital que alcanzó al 41% del total presupuestado para 2014.

### Perfil de Deuda

Desde el ejercicio 2006, el stock nominal de la deuda pública provincial comenzó a subir, pero mucho más lentamente que los ingresos, reduciendo así la carga de la deuda con relación a éstos últimos. En 2013 en particular, ello fue producto principalmente del crecimiento en un 31% de los ingresos propios provinciales frente al 29% de crecimiento en el stock de la deuda pública al cierre del año 2012. En términos nominales, el stock de la deuda pública provincial creció en un 15% entre el 31 de Diciembre de 2013 y el 31 de Julio del año en curso. Si bien la provincia se ha adherido al programa federal de desendeudamiento en el año 2010 -lo cual implicó una disminución de aproximadamente el 10% del stock de su deuda y le permitirá hacer frente a sus obligaciones con el gobierno nacional en condiciones más ventajosas<sup>2</sup>-, el principal acreedor de la provincia sigue siendo el propio gobierno nacional -junto a otros fondos fiduciarios- que reúne un 36% del total de la deuda provincial al 31/12/2013 (un 33% al 31 de Julio pasado). Le siguen en importancia las tres Clases ya emitidas de Títulos de Deuda representando un 20% del total a esta última fecha.

Por otro lado, los servicios de interés de la deuda de la provincia de Mendoza mantienen una baja relación con los ingresos corrientes gracias a las bajas tasas de interés pactadas en sus obligaciones. Al cierre de 2013, el pago de intereses y otros gastos de la deuda representó sólo el 1,5% del total de los ingresos corrientes -frente a un 2,4% a diciembre de 2009 y un 6,8% en 2006.

Con respecto a los Títulos de Deuda Clases 1, 2 y 3, si bien los mismos están denominados en dólares, son pagaderos en moneda local y representaron al cierre del año 2013 un 19% del total de la deuda provincial. Estos títulos constituyen obligaciones directas, incondicionales y no subordinadas de la Provincia de Mendoza. Finalmente, estos títulos están garantizados por la cesión fiduciaria en garantía y pago de los derechos provinciales sobre los fondos de coparticipación federal de impuestos.

Por otro lado, se informa que a fines de atender déficits transitorios o estacionales de caja, la provincia creó en el mes de Julio pasado, un Programa de Emisión de Letras del Tesoro por hasta ARS280 millones, el cual fue ampliado hasta un monto de casi ARS933 millones en el mes de septiembre pasado. Este monto representa el 2.5% de los ingresos totales provinciales estimados para el ejercicio 2014, lo cual no constituye una carga importante para el nivel de endeudamiento provincial. Dentro de este programa se emitieron dos series hasta ahora, de las cuales al momento de emitirse el presente informe se halla vigente la Serie II por un total de ARS163.4 millones aproximadamente y vencimiento el 22 de diciembre próximo. La Serie I fue emitida en dos clases, encontrándose ambas ya canceladas.

Por último, la provincia de Mendoza planea emitir próximamente la primer clase de Títulos de Deuda por hasta ARS400 millones -suscripta y pagadera en moneda local- y vencimiento estimado de 18 meses dentro de su Programa de Emisión de Títulos de Deuda aprobado por el Decreto N°1662/14. Las restantes condiciones de la Clase I fueron aprobadas por la Resolución del Ministerio de Hacienda y Finanzas de Mendoza N°340. El destino de los fondos es múltiple y podrá incluir: la refinanciación de pasivos, obras básicas de infraestructura y mejoramiento operativo de la empresa provincial AySAM SAPEM y a la capitalización del Fondo para la Transformación y el Crecimiento entre otros fines.

<sup>2</sup> El Programa Federal de Desendeudamiento establece la eliminación del CER, una tasa fija del 6% anual y una extensión en los plazos con vencimiento en 2030 y un período de gracia de tres años y medio.

#### Factor 4: Administración y Gobierno Interno

Mendoza ha alcanzado regularmente sus metas fiscales con recursos que normalmente exceden los niveles presupuestados. Después de registrar varios márgenes operativos positivos, pero decrecientes, a partir de 2011 la Provincia ha comenzado a registrar déficits.

Los reportes financieros son claros y detallados aunque -como el resto de las provincias- no son auditados por una firma independiente. Los reportes son generados en primera instancia como una estimación preliminar y solo pasan a ser definitivos luego de un tiempo. La información fiscal y financiera es publicada regularmente en el sitio de Internet oficial de la provincia.

#### Evaluación del riesgo sistémico con base en la calificación de los bonos del país

Un segundo elemento para determinar la BCA es la puntuación del riesgo sistémico del país en el cual opera. En el caso de Argentina, el riesgo sistémico se evalúa en Caa1, reflejando la calificación de la deuda soberana nacional en la escala global de Moody's.

#### Determinación de la puntuación BCA con base en la matriz de combinación del riesgo idiosincrático con el riesgo sistémico

De la combinación de un BCA determinada en 5 con la evaluación del riesgo sistémico en Caa1, resulta una calificación estimada en caa1.

#### Otros factores adicionales relevantes

##### Entorno Operativo

El entorno operativo para los gobiernos locales y regionales en Argentina se caracteriza por un PIB per cápita (base de paridad de poder de compra) elevado para ser una economía en desarrollo, una muy alta volatilidad económica y una baja clasificación en el Índice de Efectividad Gubernamental del Banco Mundial, indicando un elevado nivel de riesgo sistémico.

#### Evaluación de la probabilidad de apoyo extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de apoyo extraordinario por parte del gobierno nacional en favor de la provincia, reflejando la falta de antecedentes de una intervención oportuna por parte del gobierno federal para prevenir una eventual situación de incumplimiento por parte de la provincia.

Este hecho se compensa, en parte, por factores que incrementan la probabilidad de apoyo por parte del gobierno nacional, como lo es la moderada supervisión que ejerce el gobierno federal sobre las finanzas de la provincia.

Moody's también asigna un muy alto nivel de dependencia de incumplimiento entre la provincia y el gobierno nacional, en línea con el aún alto nivel de transferencias federales dentro de la estructura de ingresos de la provincia (superiores al 52% de los ingresos totales durante las últimas dos gestiones).

## Información Considerada para la Calificación

- » Prospectos de emisión, reestructuración y otros documentos,
- » Leyes provinciales y decretos aprobando las emisiones, Decretos N°1182, 1637 y 1662 y Resolución Ministerio de Hacienda y Finanzas N°225. Proyecto de Resolución del Ministerio de Hacienda y Finanzas aprobando los términos y condiciones de la Serie 2 del Programa de Letras del Tesoro. Resolución del Ministerio de Hacienda y Finanzas de Mendoza N°340 aprobando los términos y condiciones de la Clase 1 a emitirse dentro del programa aprobado mediante decreto N°1662 y Resolución N°307 del Secretario de Hacienda la Nación.
- » Ejecución presupuestaria trimestral de los ejercicios 1995/2013 y al 31 de Octubre de 2014,
- » Ejecución presupuestaria por el ejercicio 2013,
- » Stock de deuda al 31/12/2011, 31/12/2012, y datos provisorios al 31/12/2013 y al 31/07/2014,
- » Presupuestos correspondientes a los años 1995-2014,
- » Informes de evolución de la deuda,
- » Normativa jurídica provincial,
- » Información obtenida en la página Web del Ministerio de Economía de la Nación, Dirección Nacional de Coordinación Fiscal con Provincias,
- » Información obtenida de la página de Internet oficial del gobierno de la provincia de Mendoza [www.hacienda.mendoza.gov.ar](http://www.hacienda.mendoza.gov.ar)

## Calificación Final del Instrumento

El Consejo de Calificación de Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., en su sesión ordinaria del día 25 de Noviembre de 2014 ha calificado de acuerdo al siguiente detalle – calificaciones en la escala nacional revisada que Moody's aplica para emisores argentinos-, a saber:

Instrumento	Calificación
Calificación al Emisor, moneda local	Baa3.ar
Calificación al Emisor, moneda extranjera	B1.ar
<b>Calificaciones de los Títulos de Deuda dentro del Programa de Emisión por hasta ARS1.806,7 millones</b>	
Clase I por hasta ARS400 millones	Baa3.ar

**Categoría Baa.ar:** “Los emisores o emisiones con calificación Baa.ar muestran una capacidad de pago promedio con relación a otros emisores locales”. El modificador 3 indica que la calificación se ubica en el rango más bajo de su categoría. La categoría Baa3.ar equivale a la categoría regulatoria BBB(-).

**Categoría B.ar:** “Los emisores o emisiones con calificación B.ar muestran una capacidad de pago débil con relación a otros emisores locales”. El modificador 1 indica que la calificación se ubica en el rango más alto de su categoría de calificación genérica. La categoría B1.ar equivale a la categoría regulatoria B(+).

## Apéndice 1. Resumen de la Tarjeta de Puntuación.

### Métricas crediticias

Riesgo Crediticio Base:	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub-factores	Total de Sub-factores	Ponderación de Factores	Total
<b>Planilla de Puntuación 2012</b>						
<b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	7	86.37	70%	5.2	20%	1.04
Volatilidad Económica	1		30%			
<b>Factor 2: Marco Institucional</b>						
Marco Legislativo	5		50%	5	20%	1.00
Flexibilidad Financiera	5		50%			
<b>Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento</b>						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) *	7	-0.87	13%	3.5	30%	1.05
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.57	13%			
Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	3	39.30	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	8.80	25%			
<b>Factor 4: Administración y Gobierno Interno</b>						
Controles de Riesgo y Administración Financiera	5			5	30%	1.5
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	5					
<b>Evaluación del Riesgo Idiosincrático</b>						<b>4.59(5)</b>
<b>Evaluación del Riesgo Sistémico</b>						<b>Caa1</b>
<b>BCA Estimada</b>						<b>caa1</b>

## Apéndice 2. Tabla de Indicadores Clave

(AL 31/12)	2009	2010	2011	2012	2013
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	68.2	56.2	47.9	39.3	38.5
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	2.4	2.0	1.7	1.4	1.5
Superávit (déficit) Operativo / Ingresos Corrientes (%)	3.1	2.3	-1.2	-1.5	-0.7
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	-7.3	-5.1	-10.9	-6.2	-4.3
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	11.6	11.1	11.8	6.7	5.6
Transferencias Federales / Ingresos Corrientes (%)	54.9	57.5	56.3	52.1	51.1
PIB per cápita / Promedio nacional (%)	75.0	77.2	77.3	--	--

Informe número: 177610

Autor  
Alejandro Pavlov

Asociado de Producción  
Wendy Kroeker

© 2014 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. ("MIS") Y SUS FILIALES SON OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S SOBRE EL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA, PUDIENDO LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y ESTUDIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S DEL FUTURO RIESGO CREDITICIO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS DE CRÉDITO, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES A DEUDA. MOODY'S DEFINE 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 OFRECEN 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 SON PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO 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 por adelantado de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO DE DICHS CALIFICACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

MIS, 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, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MIS han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MIS 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.