

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

26 de marzo de 2021

[Informe inicial completo](#)

**CALIFICACIONES ACTUALES (\*)**

Emisor en moneda local (ML) **BBB-.ar/EST**  
Emisor en ML de corto plazo **ML A-3.ar**

**CALIFICACIONES ANTERIORES (\*)**

Emisor en moneda local (ML) **--**  
Emisor en ML de corto plazo **--**

(\*) *Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR 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**

Alan G. De Simone +54.11.5129.2630  
Analyst / AA Manager  
[Alan.desimone@moodys.com](mailto:Alan.desimone@moodys.com)

Federico Impaglione +54.11.5129.2661  
Associate Analyst  
[Federico.Impaglione@moodys.com](mailto:Federico.Impaglione@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Argentina / Uruguay +54.11.5129.2600

**Provincia de Mendoza**

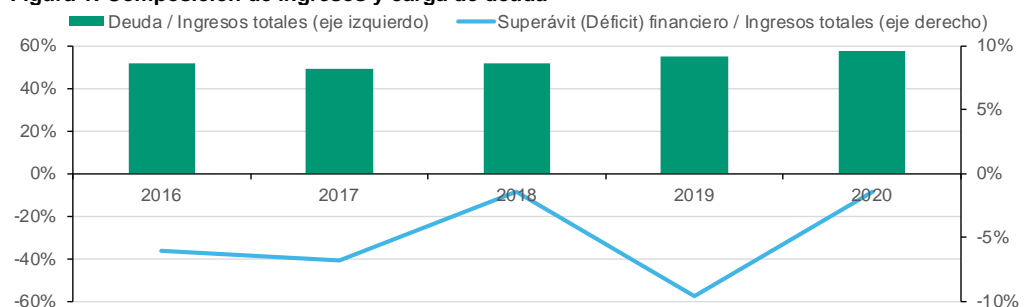
Principales indicadores	2020	2019	2018	2017	2016
Margen operativo (%) <sup>(1)</sup>	2,1	(0,4)	8,1	(1,1)	(2,3)
Superávit (déficit) primario (%) <sup>(2) (3)</sup>	3,3	(2,3)	5,8	(0,8)	0,2
Superávit (déficit) financiero (%) <sup>(3)</sup>	(1,4)	(9,6)	(1,5)	(6,8)	(6,0)
Intereses / Ingresos operativos (%)	4,9	7,4	7,3	6,1	6,4
Deuda <sup>(4)</sup> / Ingresos operativos (%)	61,9	55,9	52,7	50,3	53,1
Ingresos propios / Ingresos operativos (%)	43,4	51,1	50,9	49,5	50,0

<sup>(1)</sup> Incluyendo intereses; <sup>(2)</sup> Gastos totales excluyendo intereses; <sup>(3)</sup> Como % de ingresos totales; <sup>(4)</sup> A los fines del análisis se ha incluido como deuda al stock de Letras de Tesorería.

La Provincia de Mendoza se ubica en la región de Cuyo, en la base de la Cordillera de los Andes, siendo la quinta provincia de Argentina en términos de población con 2 millones de habitantes en 2021, representando un 4,4% de la población nacional según estimaciones del INDEC. La diversidad de la economía provincial, que sostiene una amplia base de recaudación propia en comparación con otras jurisdicciones, resulta un aspecto positivo en términos crediticios. Mendoza es la cuarta provincia productora de crudo de Argentina con un 13% de la producción nacional al 2020, lo que le permite recibir regalías de hidrocarburos, que representaron el 5% de sus ingresos operativos en ese mismo año.

En septiembre de 2020, la provincia efectivizó un acuerdo de reestructuración de su deuda emitida en 2016 en el mercado internacional por un capital original de USD 590 millones, siendo la primera provincia en alcanzar un acuerdo con sus acreedores.

**Figura 1: Composición de ingresos y carga de deuda**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Provincia de Mendoza.

## Resumen

Moody's Local AR ("Moody's Local Argentina") asigna a la Provincia de Mendoza una calificación de emisor en moneda local en BBB-.ar con perspectiva estable y una calificación de emisor en moneda local de corto plazo en ML A-3.ar. La perspectiva estable se basa en que no se esperan cambios significativos en los fundamentos crediticios en el corto y mediano plazo. Asimismo, se califica el Programa de Letras del Tesoro para el ejercicio 2021 en ML A-3.ar, y las series a emitirse dentro del mismo por un monto en circulación total equivalente al 2,5% de los ingresos totales previstos en el presupuesto vigente para el año 2021.

Las calificaciones asignadas contemplan la capacidad de la provincia de contar con ingresos propios relativamente elevados en comparación con otras jurisdicciones, principalmente debido a las características generales de su economía diversificada. Adicionalmente, se consideró la mejora en el perfil de vencimientos de la provincia, luego del acuerdo alcanzado con los tenedores del título de deuda emitido en mercados internacionales, lo cual le brinda un alivio respecto a los vencimientos en el corto y mediano plazo. A su vez, los niveles de deuda resultan similares a los de otras jurisdicciones comparables, con una proporción considerable de deuda denominada moneda extranjera, aunque parcialmente mitigada por los ingresos dolarizados correspondientes a regalías hidrocarburíferas. Las calificaciones reflejan su perfil crediticio de mediano y largo plazo, especialmente luego de haber alcanzado el mencionado acuerdo en septiembre de 2020. Adicionalmente, se han contemplado los niveles de quitas en términos de valor presente en relación a reestructuraciones llevadas a cabo por otros emisores de Argentina. Por otra parte, se espera que en 2021, los gobiernos locales y regionales ("GLR") de Argentina en general experimenten un incremento de sus ingresos propios luego del desplome de la actividad económica en el país durante 2020.

El 19 de mayo de 2020, la provincia de Mendoza entró en período de gracia tras omitir el pago de intereses por USD 24,7 millones correspondientes al bono internacional PMY24 e inició negociaciones con sus acreedores para llevar adelante un proceso de reestructuración en un contexto de restricciones de acceso a los mercados internacionales. Finalmente, el 30 de septiembre de ese mismo año, Mendoza anunció el resultado de la oferta de canje por un nuevo bono (PMM29) con una adhesión que representaba el 95,59% de los tenedores del título, convirtiéndose en la primera jurisdicción provincial en alcanzar un acuerdo durante el 2020.

Moody's Local Argentina ha considerado que los GLR de Argentina enfrentan un deterioro de las condiciones económicas y financieras en detrimento de sus resultados financieros y su capacidad de pago. Debido a los desafíos internos y externos, entre los cuales se encuentran los riesgos asociados con el brote de coronavirus, el PIB de Argentina se contrajo 9,9% según el INDEC, conllevando al tercer año consecutivo de recesión para el país (-2,2% en 2019 y -2,5% en 2018). Para el año 2021, se espera una recuperación económica con un crecimiento estimado del 5%<sup>1</sup> del PBI de Argentina.

## Fortalezas crediticias

- » Economía local diversificada que da soporte a la recaudación de ingresos propios.
- » Flujo de ingresos asociado a moneda extranjera en concepto de regalías.

## Debilidades crediticias

- » Niveles de deuda moderados, aunque con cierta exposición a deuda en moneda extranjera parcialmente mitigado por ingresos dolarizados vinculados a regalías hidrocarburíferas.
- » Débil ambiente operativo de Argentina, factor común a todas las jurisdicciones dentro del territorio nacional.
- » Historial de resultados primarios volátiles en los últimos años.

---

<sup>1</sup> Según estimaciones de Moody's Investors Service.

## Análisis de los factores estándares de calificación

### Fundamentos económicos

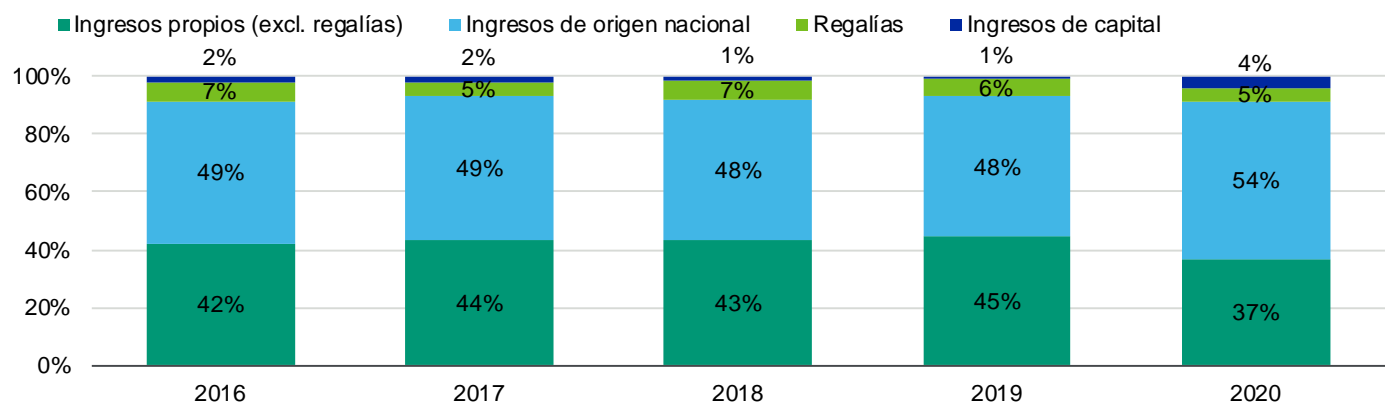
Mendoza se ubica en la región de Cuyo, en la base de la Cordillera de los Andes y comparte una frontera de, aproximadamente, 550 Km con la República de Chile, ocupando alrededor de un 5,3% del territorio continental argentino. La provincia posee una población estimada en 2 millones de habitantes para el año 2021, lo cual representaría alrededor del 4,4% de la población total del país y posee un PBG de ARS 13.381 millones a valores de 1993<sup>2</sup>. Su economía relativamente próspera y diversificada ofrece buenas condiciones para potenciar la recaudación de ingresos propios, aunque con ciertos sectores relevantes que han sido particularmente afectados por el contexto de la pandemia como el caso del sector hotelería y turismo. La Provincia de Mendoza representó aproximadamente el 2,4% de las exportaciones del país durante el primer semestre del 2020, siendo la séptima jurisdicción del país en términos de exportaciones, principalmente en productos como el vino, hortalizas y legumbres sin elaborar y preparados de hortalizas, legumbres y frutas. Asimismo, Mendoza es la cuarta provincia productora de crudo de Argentina con un 13% de la producción nacional al 2020, lo que le permite recibir regalías de hidrocarburos, que representaron el 5% de sus ingresos operativos en ese mismo año.

La economía de la provincia se encuentra diversificada entre ciertos sectores económicos, de los cuales los mayores son: servicios comunales, sociales y personales (21,2% del PBG de 2019); comercio, restaurantes y hoteles (21,1%); establecimientos financieros y actividades empresariales (16,4%) y la industria manufacturera (14,3%). A su vez, dentro de la provincia hay 18 departamentos en los que cada uno tiene su propio municipio que posee su gobierno y que es responsable de la prestación de determinados servicios básicos tales como la limpieza, el alumbrado público y el mantenimiento vial.

Como resultado de su base económica amplia y diversificada, la provincia registró fuertes ingresos propios que representaron un 43% de sus ingresos operativos a diciembre de 2020, un nivel alto en comparación con sus pares nacionales. A septiembre de 2020, los ingresos propios de la provincia fueron del 42% de los ingresos totales, resultando en una disminución significativa de alrededor de 900 puntos básicos respecto al cierre del año anterior y que se espera que se mantenga en niveles similares a los registrados en 2020, en función al presupuesto para el año 2021. Moody's Local Argentina continuará monitoreando la evolución de las cuentas fiscales del emisor y su capacidad, evaluando el potencial impacto en sus calificaciones.

Al cierre del 2020, los ingresos de fuente provincial de mayor relevancia se conforman por el Impuesto a los Ingresos Brutos, que representó un 52% de los ingresos propios, regalías por hidrocarburos (11,3%) y otros ingresos no tributarios (17,3%).

**Figura 2: Composición de los ingresos totales de la provincia**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Provincia de Mendoza.

<sup>2</sup> Según datos provisorios publicados por la Dirección de Estadísticas e Investigaciones Económicas de la Provincia de Mendoza.

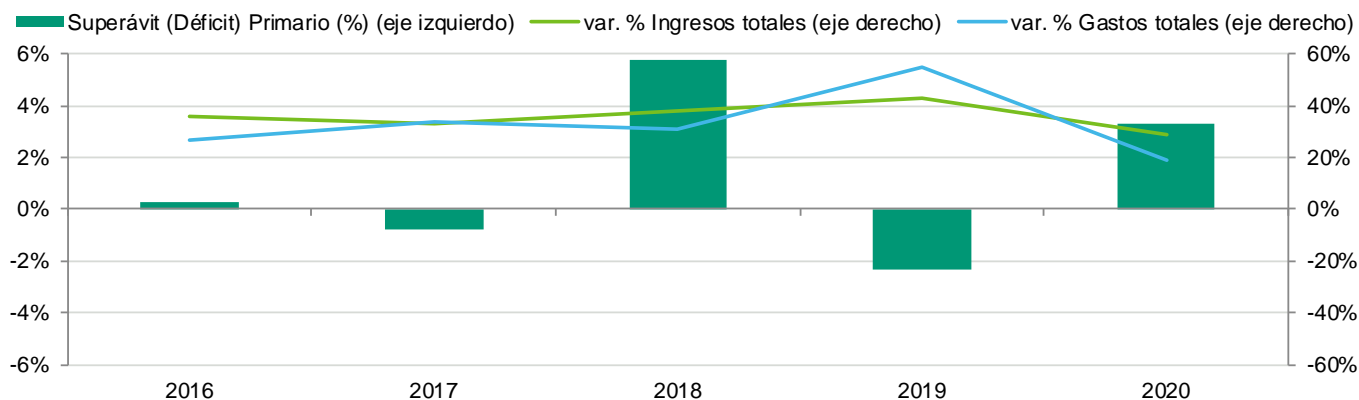
Por ser una economía diversificada, las principales actividades económicas desarrolladas se vinculan a: (i) bienes primarios, con un fuerte sector agropecuario orientado a la producción de ajo, uva, frutas de carozo y ganado caprino; (ii) manufacturas de origen agrícola, con los sectores vitivinícola y olivícola consolidados con gran participación en las exportaciones de la provincia; (iii) producción de hidrocarburos, representando un 13% de la producción nacional y; (iv) servicios; donde prevalecen las actividades vinculadas al turismo, hotelería y restaurantes, siendo la provincia con mayor desarrollo en la región de Cuyo.

Las principales actividades del sector de manufactura son las refinerías de aceite, petroquímicas y la producción de bebidas. Asimismo, las condiciones geográficas y climáticas de la provincia son adecuadas para la producción de vino y numerosos insumos de calidad para la industria conservera. Este factor ha contribuido al desarrollo de la industria vitivinícola, al establecimiento de una cantidad considerable de bodegas en la provincia, como así también al desarrollo de la industria conservera y de secados de frutas. A su vez, la actividad turística se encuentra potenciada por el complejo vitivinícola.

Al cierre de 2020, las áreas metropolitanas de la provincia registraron una tasa de desempleo levemente inferior (10,6%) a la cifra urbana nacional total (11,0%). Por su parte, el indicador de pobreza en las áreas metropolitanas de la provincia fue de 41,5% para el primer semestre del mismo año, indicador en línea al promedio nacional para las áreas metropolitanas (40,9%) según datos del INDEC.

## Resultados financieros

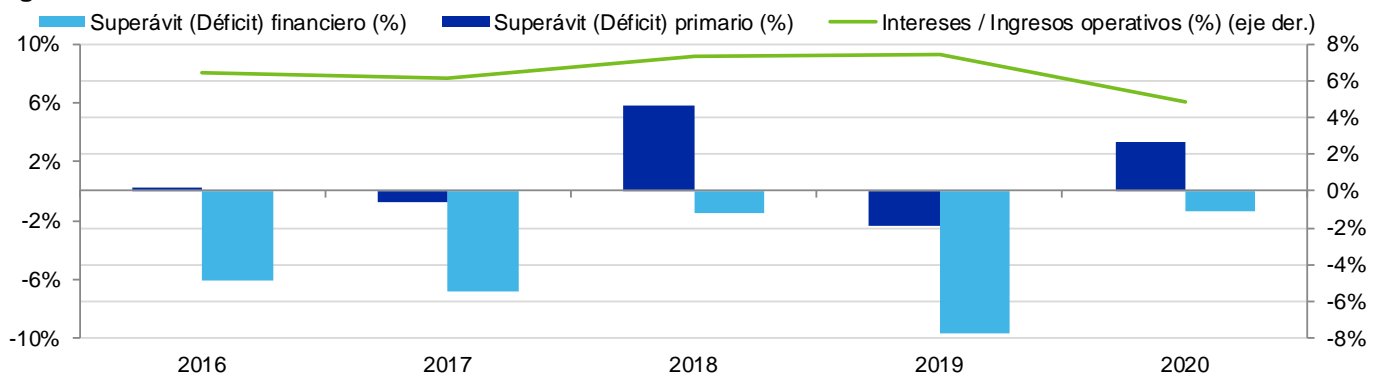
**Figura 3: Evolución del resultado primario de la provincia como % de los ingresos totales**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Provincia de Mendoza.

Las variaciones interanuales de los ingresos y gastos totales de la provincia han sido similares a lo largo del tiempo, mayormente explicados por la evolución de la inflación. No obstante, en el año 2020, los ingresos totales han crecido por encima de los gastos totales, en beneficio de los resultados de la provincia, contrarrestando la evolución observada en el 2019. El superávit primario del 2020 se explica principalmente por una caída del gasto de personal en términos reales y una reducción nominal de los gastos de capital en comparación con el año anterior. Por el lado de los ingresos se ha observado un crecimiento inferior al del 2019, explicado por los efectos nocivos de la pandemia sobre la actividad económica en general.

Como se muestra en la Figura 4, la carga de intereses se ha mantenido en niveles similares hasta el año 2019, a pesar de la exposición a deuda en moneda extranjera, la cual se encuentra parcialmente mitigada por los ingresos por regalías, habiendo alcanzado un máximo 7,3% respecto a los ingresos operativos. En 2020, se verifica una caída sustancial de la carga de intereses, en torno al 5% de los ingresos operativos, principalmente explicado por una caída nominal de los intereses de deuda desde ARS 9.600 millones en 2019 a ARS 7.950 en 2020. Esta variación responde -en parte- al acuerdo alcanzado con los tenedores de los títulos de deuda emitidos en mercados internacionales, siendo que la provincia no enfrentará vencimientos del pago de servicios de los títulos emergentes de dicho acuerdo hasta noviembre de 2021.

**Figura 4: Incidencia de los intereses en los resultados fiscales**

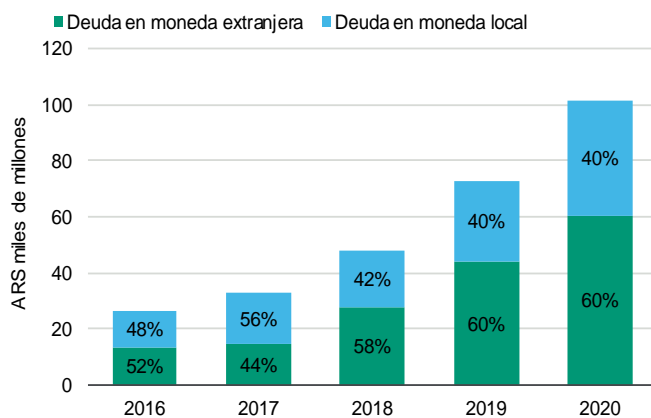
Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Provincia de Mendoza.

Al cierre del ejercicio 2020, la provincia exhibió un resultado corriente positivo de ARS 3.473, representando un 2,1% de los ingresos corrientes (margen operativo, incluyendo intereses), lo que significa una mejora respecto al -0,4% exhibido en el ejercicio anterior. Tras computar ingresos y egresos de capital, el resultado financiero resultó deficitario en ARS 2.382 millones, representando un -1,4% de los ingresos totales, mejorando significativamente frente al déficit de 9,6% reportado para el cierre de 2019.

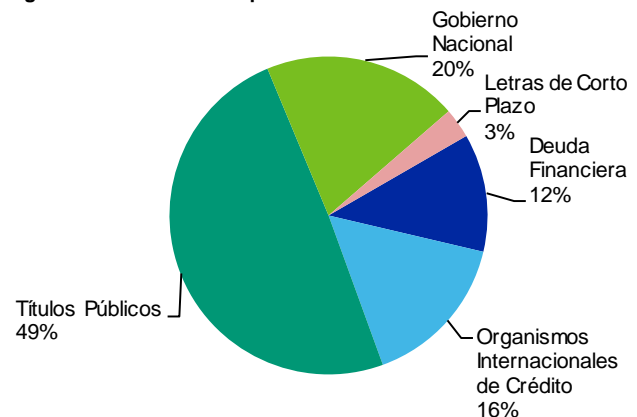
### Perfil de deuda

Al cierre de 2020, el stock de deuda<sup>3</sup> era equivalente a ARS 101.163 millones de los cuales alrededor de un 60% se encontraba denominada en moneda extranjera (Figura 5), cuya variación se explica principalmente por la evolución del tipo de cambio, la cual se encuentra parcialmente mitigada por los ingresos dolarizados correspondientes a regalías de hidrocarburos. Asimismo, el stock de deuda al cierre de 2020 representaba un 61,9% de los ingresos operativos, ubicándose cercano al promedio de otras jurisdicciones comparables.

La deuda se concentra principalmente en títulos públicos emitidos en el mercado local e internacional, que explican un 49% (siendo que un 44% corresponde al bono internacional PMM29, y un 5% al bono local PMJ21) del stock de deuda a diciembre de 2020. A su vez, la deuda de la provincia con organismos del sector público representaba alrededor de un 32% de su deuda total.

**Figura 5: Stock de deuda por moneda**

Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Provincia de Mendoza.

**Figura 6: Stock de deuda por acreedor al cierre de 2020**

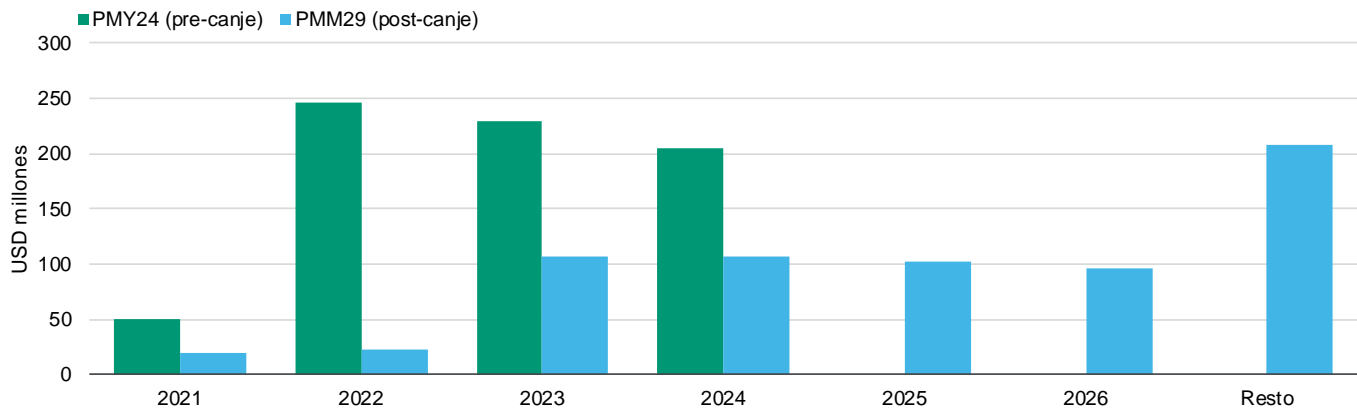
<sup>3</sup> A los fines del análisis se ha incluido como deuda al stock de Letras de Tesorería. Sin embargo, la clasificación puede diferir del criterio considerado por la provincia que se rige de acuerdo con la Ley de Administración Financiera de la Provincia, según art. 61 inc. b) de la Ley 8.706.

El 19 de mayo de 2020, la provincia de Mendoza entró en período de gracia tras omitir el pago de intereses por USD 24,7 millones correspondientes al bono internacional PMY24 e inició negociaciones con sus acreedores para llevar adelante un proceso de reestructuración en un contexto de restricciones de acceso a los mercados internacionales. Finalmente, el 30 de septiembre de ese mismo año, Mendoza anunció el resultado de la oferta de canje por un nuevo bono (PMM29) con una adhesión que representaba el 95,59% de los tenedores del título, convirtiéndose en la primera jurisdicción provincial en alcanzar un acuerdo durante el 2020.

El bono ofrecido incluye cupones en formato escalonado o "step-up" y una extensión de plazos de 5 años, lo cual representa una suavización en el perfil de vencimientos de las obligaciones en moneda extranjera de la provincia. De esta forma, la deuda en moneda extranjera se compone principalmente por el bono internacional (PMM29) emitido por un V.N. de USD 590 millones en octubre de 2020 con vencimiento en el año 2029.

Como se muestra en la Figura 7, el acuerdo alcanzado representó un alivio importante a corto y mediano plazo, permitiendo una reducción en el pago de intereses y una extensión en los pagos de amortizaciones.

**Figura 7: Comparación entre los servicios de deuda de los títulos internacionales**

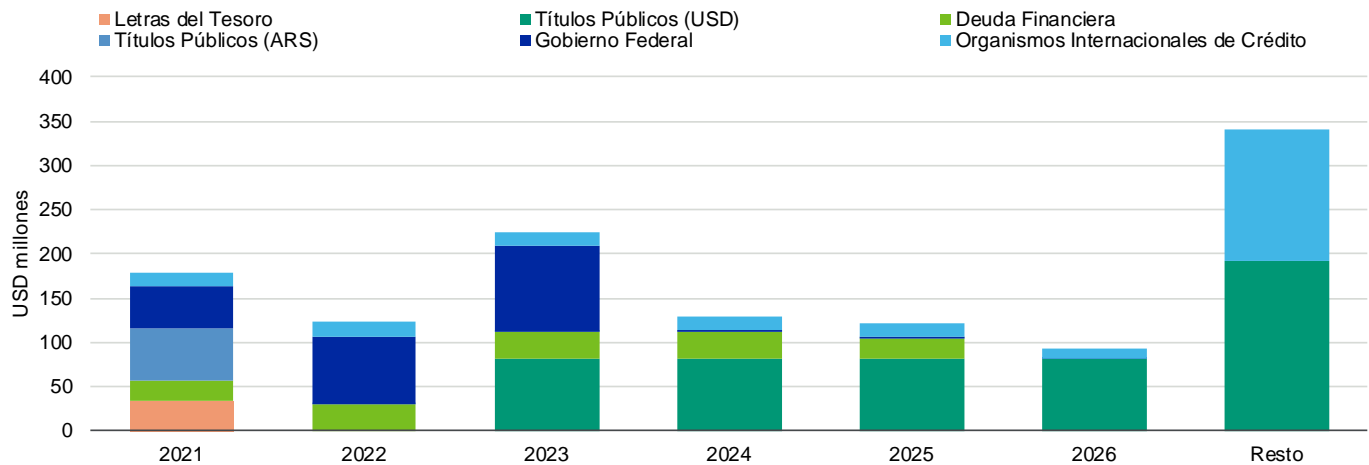


Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Provincia de Mendoza.

### Programa de Letras de Tesorería para el 2021

Tras haber licitado letras por última vez en octubre de 2016, Mendoza retomó la emisión de letras con su Programa de Letras del Tesoro para el ejercicio 2020, emitiendo dos series de letras a 180 días a tasa BADLAR + margen. A la fecha de este reporte, la serie I se encuentra totalmente cancelada, mientras que la serie II vence en junio de este año.

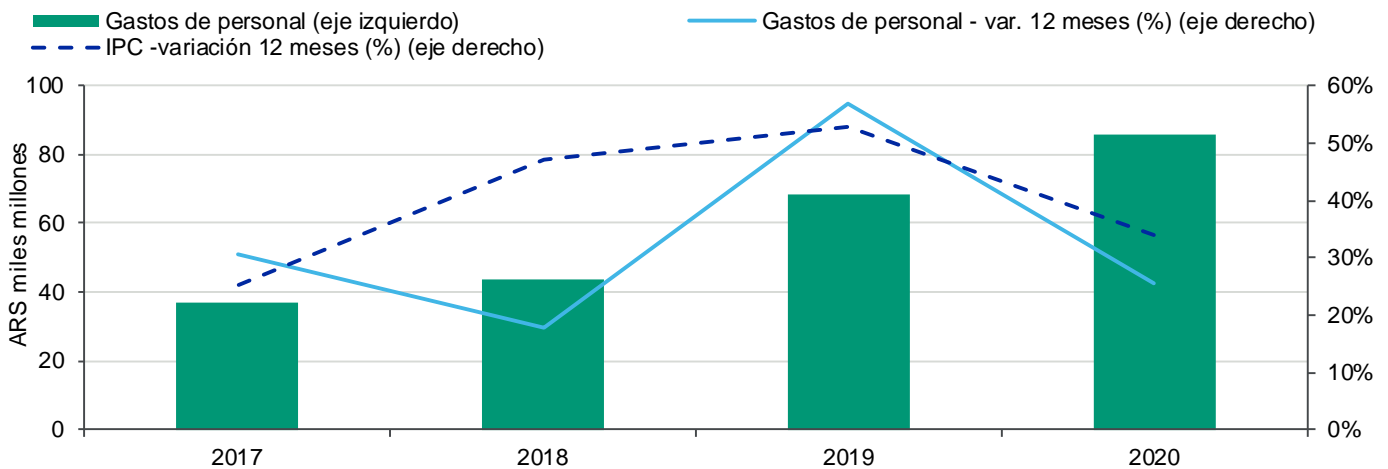
De acuerdo con lo establecido por el Dto. 58 de enero de 2021, emitido por el gobierno provincial, se crea el programa de letras de tesorería para el ejercicio 2021, con un monto máximo nominal en circulación de hasta el 2,5% de los ingresos totales previstos en el presupuesto vigente para el año 2021, lo cual equivaldría aproximadamente a ARS 6.300 millones. Las series bajo este programa serán emitidas en pesos y con un plazo máximo de hasta 365 días.

**Figura 8: Perfil de amortizaciones de la provincia**

Fuente: Moody's Local Argentina en base a perfil de vencimiento de la provincia de Mendoza y documentos de emisión.

### Gobierno interno y administración

Al entorno operativo se le une un marco institucional en el cual los GLR 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.

**FIGURA 9: Evolución de los gastos de personal**

Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Provincia de Mendoza y a datos del INDEC.

Al igual que otras jurisdicciones, la Provincia de Mendoza posee un gasto de personal significativo en relación con sus gastos totales. Para el 2020, el gasto de personal representó alrededor de un 50% de sus gastos totales, habiéndose incrementado en torno a 300pbs respecto al cierre del año anterior. Esta proporción se ha visto afectada principalmente por la reducción de otros gastos, especialmente los gastos de capital durante el ejercicio 2020. No obstante, las variaciones salariales del sector público se han incrementado por debajo de los niveles de inflación durante el 2020.

Los empleados del sector público de la Provincia están representados por 13 sindicatos diferentes, habiendo acordado incrementos para recomponer el poder adquisitivo de los salarios durante el año 2021.

## Otras consideraciones

### Transparencia y divulgación financiera

Los informes financieros de los gobiernos locales y regionales de Argentina no son auditados por firmas de auditoría independientes. Los reportes financieros son claros y detallados y cuentan con auditoría externa del Tribunal de Cuentas Provincial. La información fiscal y financiera es publicada regularmente en el sitio de Internet oficial de la provincia.

### Consideraciones sociales, ambientales o de gobierno interno

Las consideraciones sociales son importantes para el perfil crediticio de la provincia. Los subsoberanos argentinos están expuestos a las crecientes demandas sociales impulsadas por la caída del poder adquisitivo, 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 provincia 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 que los expone a potenciales riesgos de descalce de monedas.

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

Los GLR de Argentina enfrentan un deterioro de las condiciones económicas y financieras en detrimento de sus resultados financieros y su capacidad de pago. Debido a los desafíos internos y externos, entre los cuales se encuentran los riesgos asociados con el brote de coronavirus, el PIB de Argentina se contrajo 9,9% según el INDEC, conllevando al tercer año consecutivo de recesión para el país (-2,2% en 2019 y -2,5% en 2018). Para el año 2021, se espera una recuperación económica con un crecimiento estimado del 5%<sup>4</sup> del PBI de Argentina.

Moody's Local Argentina considera que el crecimiento económico real impactará negativamente en los ingresos de GLR 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, el aumento de la pobreza y el desempleo presionarán a los GLR para que aumenten el gasto.

### Historial de incumplimiento

El 19 de mayo de 2020, la provincia de Mendoza entró en período de gracia tras omitir el pago de intereses por USD 24,7 millones correspondientes al bono internacional PMY24 e inició negociaciones con sus acreedores para llevar adelante un proceso de reestructuración en un contexto de restricciones de acceso a los mercados internacionales. Finalmente, el 30 de septiembre de ese mismo año, Mendoza anunció el resultado de la oferta de canje por un nuevo bono (PMM29) con una adhesión que representaba el 95,59% de los tenedores del título, convirtiéndose en la primera jurisdicción provincial en alcanzar un acuerdo durante el 2020.

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.

### Evaluación del soporte extraordinario

Moody's Local Argentina considera en las calificaciones el apoyo extraordinario, ya sea discrecional o continuo, por parte del gobierno nacional en favor de los GLR.

---

<sup>4</sup> Según estimaciones de Moody's Investors Service.



## Información complementaria

### Detalle de las calificaciones asignadas

Instrumento	Actual		Anterior	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
Calificación de emisor en moneda local	BBB-.ar	Estable	--	--
Calificación de emisor en moneda local de corto plazo	ML A-3.ar	--	--	--
Programa de letras del tesoro para el ejercicio 2021 (y las series a emitirse dentro del mismo) en moneda local	ML A-3.ar	--	--	--

### Información considerada para la calificación

- » Cuentas de Inversión correspondientes a los ejercicios fiscales 2016-2020.
- » Ejecuciones presupuestarias trimestrales.
- » Estado de la deuda pública consolidada provincial a los cierres anuales y trimestrales.
- » Presupuesto de Ingresos y Egresos de los ejercicios 2016 a 2021.
- » Prospectos y suplementos de la deuda pública provincial.
- » Información obtenida de la página de Internet oficial del gobierno de la provincia de Mendoza disponible en [www.mendoza.gov.ar/hacienda/](http://www.mendoza.gov.ar/hacienda/)
- » Comunicaciones publicadas en la BCBA y en el Mercado Abierto Electrónico.

### Definición de las calificaciones asignadas

- » **BBB.ar:** Emisores o emisiones calificados en BBB.ar con una calidad crediticia promedio en comparación con otros emisores locales.
- » **ML A-3.ar:** Los emisores calificados en ML A-3.ar tienen una capacidad 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.

### Metodología utilizada

- » Fue empleada la metodología de calificación de gobiernos locales y regionales, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

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

© 2021 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 Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS 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 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 APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S 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, 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.

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 5.000.000 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.com](http://www.moody.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 JPY550.000.000, aproximadamente.

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