

INFORME DE CALIFICACIÓN

30 de junio de 2022

[Informe de revisión completo](#)

CALIFICACIONES ACTUALES (\*)

Emisor en moneda local (ML)	BBB+.ar/EST
Deuda sénior garantizada en ML	A-.ar/EST
Deuda sénior garantizada en ML de corto plazo	ML A-2.ar

CALIFICACIONES ANTERIORES (\*)

Emisor en moneda local (ML)	BBB+.ar/EST
Deuda sénior garantizada en ML	A-.ar/EST
Deuda sénior garantizada en ML de corto plazo	ML A-2.ar

(\*) 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  
AVP-Analyst / 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

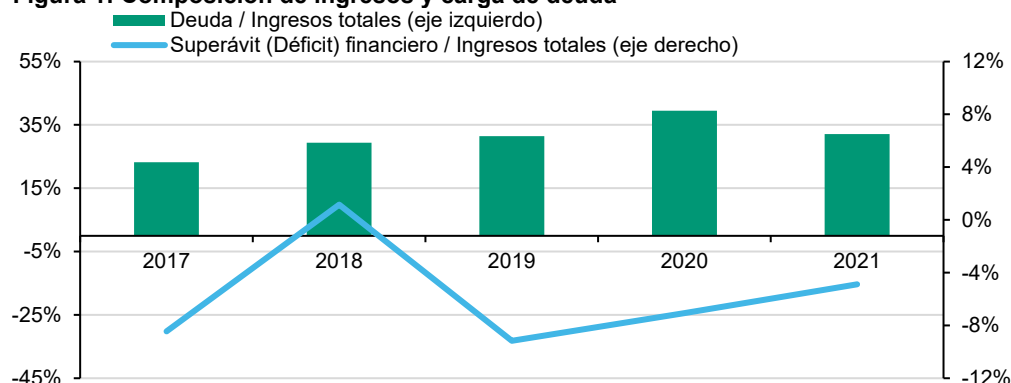
Municipalidad de la Ciudad de Córdoba

Indicadores	2021	2020	2019	2018	2017
Margen operativo (%) <sup>(1)</sup>	17,1	3,5	5,0	14,1	12,6
Superávit (déficit) primario (%) <sup>(2) (3)</sup>	(3,0)	(4,8)	(5,2)	3,5	(6,5)
Superávit (déficit) financiero (%) <sup>(3)</sup>	(4,9)	(7,1)	(9,2)	1,2	(8,4)
Ingresos propios / Ingresos operativos (%)	66,1	58,4	65,3	64,3	62,6
Intereses / Ingresos operativos (%)	1,9	2,2	3,9	2,3	2,0
Deuda (incl. Letras) / Ingresos operativos (%)	32,4	36,7	29,7	26,5	19,3
Deuda / Ingresos operativos (%)	29,8	39,6	31,5	29,3	23,2

<sup>(1)</sup> Incluye intereses; <sup>(2)</sup> Gastos totales excluyendo intereses; <sup>(3)</sup> Como % de ingresos totales;

La Ciudad de Córdoba es la capital de la Provincia de Córdoba. Para 2022, su población se estima en 1,47 millones de habitantes<sup>1</sup> representando aproximadamente un 38% de la población total de la provincia. A su vez, su producto bruto regional ("PBR") representa alrededor del 2,6% del PBI nacional<sup>2</sup>. En relación con otras jurisdicciones, la Municipalidad de Córdoba posee un elevado grado de flexibilidad por el lado de los ingresos, moderados niveles de deuda financiera, baja incidencia de los intereses y márgenes operativos positivos. Estos factores crediticios están contrarrestados por un historial de recurrentes déficits financieros, una ajustada posición de liquidez, exposición a deuda en moneda extranjera y ciertas limitaciones en la flexibilidad financiera en relación a los gastos.

Figura 1: Composición de ingresos y carga de deuda



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba.

<sup>1</sup> Según estimaciones del INDEC.

<sup>2</sup> Dirección General Nacional de Estadística y Censos de la Provincia de Córdoba.

## Resumen

Moody's Local Argentina afirma la calificación de emisor en moneda local en BBB+.ar y la calificación de deuda sénior garantizada en moneda local en A-.ar correspondientes a la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba. La perspectiva se mantiene estable dado que no se esperan cambios significativos en los fundamentos crediticios de corto y mediano plazo. Al mismo tiempo se afirma la calificación de corto plazo en ML A-2.ar correspondiente al "Programa de letras del tesoro 2021" y al "Programa de letras del tesoro 2022".

Las calificaciones de la Municipalidad de Córdoba tienen en consideración el perfil de vencimientos de deuda que no presenta desafíos significativos hasta el año 2024, a partir del cual la Municipalidad deberá afrontar la primera cuota de amortización de su título internacional en moneda extranjera. Dicho título fue reestructurado en diciembre de 2020, conllevando a un alivio en el perfil de vencimientos a costa de pérdidas para sus acreedores. No obstante, los niveles de deuda resultan moderados en comparación con otras jurisdicciones, siendo que una proporción significativa se encuentra denominada en moneda extranjera. La Municipalidad ha realizado significativos esfuerzos en materia de racionalización del gasto y cambios sustanciales en su composición durante 2020 y 2021. Asimismo, hacia 2021, se recuperó parcialmente la participación de ingresos propios sobre ingresos corrientes a niveles previos a la pandemia del coronavirus. El perfil crediticio de la Municipalidad refleja las fortalezas crediticias propias de la ciudad como así también su tendencia a presentar márgenes operativos positivos. Dichas fortalezas se ven contrarrestadas por el riesgo cambiario al que está expuesta la municipalidad dada la participación del bono internacional en el stock de deuda total, el cual se encuentra denominado en moneda extranjera.

Las cuentas fiscales de los Gobiernos Locales y Regionales ("GLR") han estado fuertemente afectadas durante 2020 como resultado de la pandemia causada por el coronavirus. Durante el 2021, Argentina presentó una recuperación de la actividad económica estimada en 10,3%<sup>3</sup>, luego de tres años consecutivos de caída del producto. El PBI de Argentina se contrajo en torno a un 9,9% en 2020, impactando directamente en los ingresos de los GLR. Durante estos períodos, la caída real de los ingresos propios de los GLR ha sido contrarrestada por una mayor asistencia del gobierno nacional, conjuntamente a una disminución general de los gastos de capital, lo cual ha permitido a las jurisdicciones subnacionales mantener sus resultados fiscales. Esperamos que la tendencia de recuperación continúe durante el 2022, aunque en un contexto en el que aún persisten importantes desafíos para los GLR en términos económicos, sociales y de vencimientos de deuda.

## Fortalezas crediticias

- » Sólida base de ingresos propios respecto a otras jurisdicciones.
- » Moderados niveles de deuda financiera con relación a los ingresos totales.
- » Márgenes operativos positivos.

## Debilidades crediticias

- » Historial de déficits financieros, excepto en el año 2018 que presentó superávit.
- » Exposición a deuda en moneda extranjera.
- » Débil ambiente operativo de Argentina, factor común a todas las jurisdicciones dentro del territorio nacional.

---

<sup>3</sup> Según INDEC.

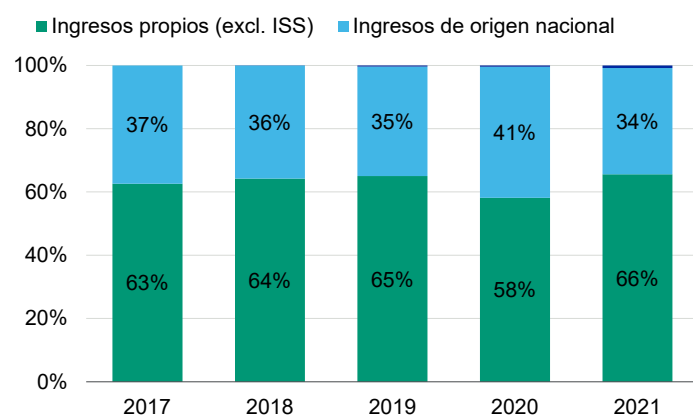
## Análisis de los factores estándares de calificación

### Fundamentos económicos

Córdoba es la ciudad capital de la Provincia de Córdoba, una de las más importantes y pobladas del país. Posee una población estimada en poco más de 1,47 millones de habitantes (38% de la población total de la provincia), según estimaciones del INDEC para el año 2022. De acuerdo con un informe del municipio, el sector tecnológico se ha expandido de manera considerable en los últimos años. Dentro de la industria, el sector automotriz y autopartista ocupa un lugar de preponderancia. Según datos de la Dirección General de Estadística y Censos de la provincia de Córdoba, durante el año 2019 -último dato disponible-, el PBR de la Ciudad de Córdoba representaba aproximadamente el 2,6% del PBI nacional y cerca de un 33% del PBG de la provincia de Córdoba.

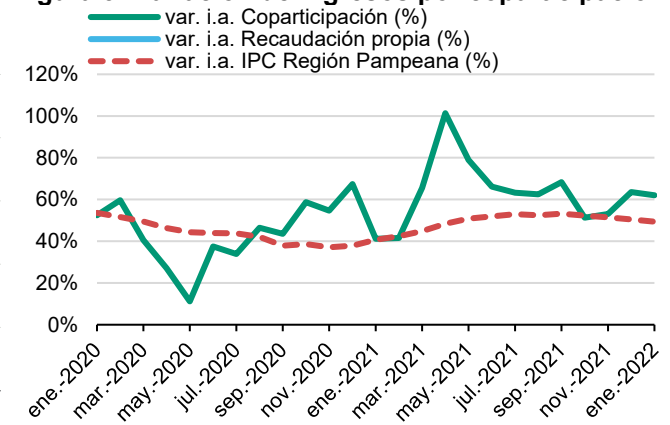
Los últimos datos de desempleo del Gran Córdoba, a marzo de 2022, muestran una tasa de desocupación de 9,7%, por encima del promedio nacional de 7,0%. Los niveles de pobreza e indigencia de la ciudad son elevados en relación a otras jurisdicciones, alcanzando en el segundo semestre de 2021 un 40,4% y un 7,5%, respectivamente.

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



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba.

**Figura 3: Variación de ingresos por coparticipación**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por la Provincia de Córdoba e INDEC.

La municipalidad registra una sólida base de ingresos propios en comparación con el de sus pares locales. A 2021, los ingresos propios fueron equivalentes al 66,1% de sus ingresos operativos (65,6% de los ingresos totales como se muestra en la Figura 2) recuperándose de la caída registrada en 2020. Esta característica le otorga a la municipalidad una menor dependencia de ingresos provenientes de la provincia y/o de la nación, y una mayor flexibilidad en la gestión de sus ingresos. Los ingresos por coparticipación provenientes de la provincia de Córdoba reflejan una recuperación en la actividad económica y un crecimiento por encima de la tasa de inflación, a partir de la fuerte caída causada por la pandemia (Figura 3).

### Resultados financieros

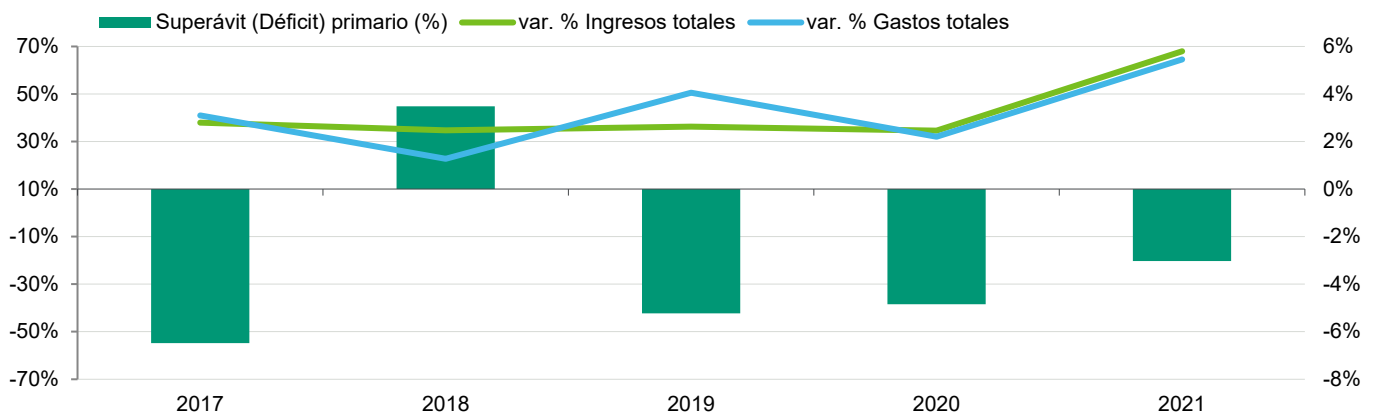
Durante los últimos años, la Municipalidad de Córdoba registró márgenes operativos positivos, aunque con cierta volatilidad. Al cierre de 2021, la Municipalidad de Córdoba reportó un resultado operativo de ARS 11.746 millones, equivalentes al 17,1% de los ingresos corrientes del período, mientras que para el año 2020 había presentado un margen operativo del 3,5%.

En los últimos ejercicios fiscales, la municipalidad exhibió déficits financieros recurrentes aunque en descenso respecto de sus ingresos. Para el cierre de 2020, presentó un déficit financiero de ARS 2.917 millones equivalente al 7,1% de los ingresos totales. Asimismo, para 2021, el déficit financiero fue ARS 3.393 millones equivalente al 4,9% de los ingresos totales. Dicha mejora se explica por un mayor crecimiento interanual de los ingresos (68%) en relación a la variación observada en los gastos totales (64%). Las mejoras llevadas adelante en la recaudación y producto de la reactivación económica permitieron al municipio la recuperación

en los ingresos. Por otra parte, la composición de los gastos se ha visto modificada en los últimos ejercicios con grandes esfuerzos para limitar las partidas de gastos en personal e intereses.

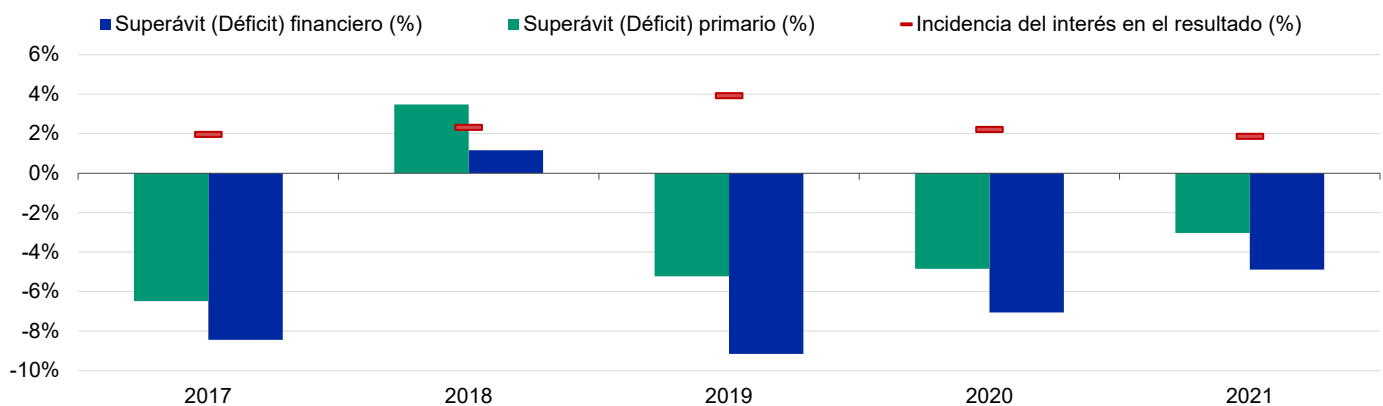
Cabe destacar que la carga de intereses de deuda se ha reducido desde 2020 como consecuencia de la renegociación de los términos de su título internacional en moneda extranjera. Naturalmente, dada la estructura escalonada y creciente de intereses de dicho título, se espera que la incidencia en el resultado aumente sumado al potencial impacto de la depreciación del peso.

**Figura 4: Evolución del superávit primario de la municipalidad como % de los ingresos totales**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba.

**Figura 5: Incidencia de los intereses en el resultado fiscal como % de los ingresos totales**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba.

De acuerdo con el presupuesto 2022 que fue aprobado en diciembre de 2021, los ingresos totales previstos para la ciudad ascienden a ARS 96,7 mil millones, mientras que los gastos totales ascienden a ARS 100,2 mil millones resultando en un margen operativo de 17,4%, y un déficit financiero de 3,6%. De los ingresos corrientes, se proyecta que el 31% se originará por coparticipación federal. Por el lado de los gastos corrientes, el 54,6% del total de erogaciones estará destinado a cubrir gastos de personal. Por último, se presupuesta una carga de intereses sobre ingresos operativos de 2,8%. Moody's Local Argentina continuará monitoreando de cerca la evolución de sus cuentas fiscales, y la capacidad de pago del emisor, evaluando el potencial impacto en sus calificaciones.

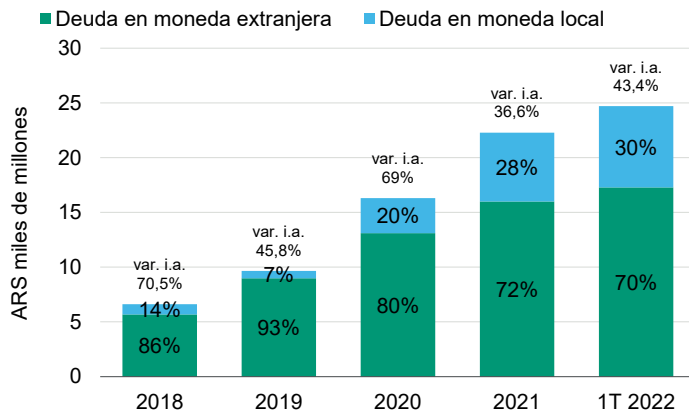
### Perfil de deuda

El stock de deuda de la municipalidad ascendió a ARS 24.699 millones (incluyendo Letras del Tesoro) a marzo de 2022, nivel de deuda superior -medido en pesos- en un 43,4% al stock presentado a marzo de 2020 explicado principalmente por la variación en el tipo de cambio y la emisión de la primera serie del Bono de Infraestructura. Al 31 de marzo de 2022, la emisión realizada por

la municipalidad en 2016 en el mercado internacional representó un 70% del stock de deuda total. El remanente, se compone de títulos de corto y mediano plazo emitidos en el mercado de capitales local.

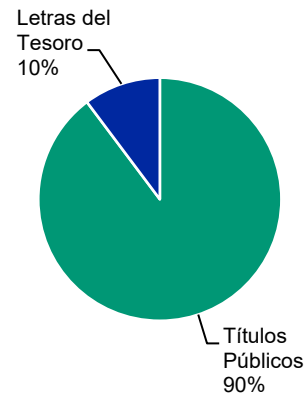
La carga de intereses de la municipalidad ha mostrado históricamente indicadores bajos en comparación a otras jurisdicciones. Para el periodo 2017-2020, el indicador de intereses a ingresos operativos promedió un 2,6%, mostrando una reducción hacia el año 2021, en el cual alcanzaron un 1,9%. En parte, esta variación se explica por la reducción de los cupones de intereses del título internacional luego de la reestructuración. No obstante, es esperable que la carga de intereses aumente en los próximos años debido a la evolución escalonada de las tasas de interés establecidas en las nuevas condiciones del bono mencionado.

**Figura 6: Stock de deuda por moneda**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba.

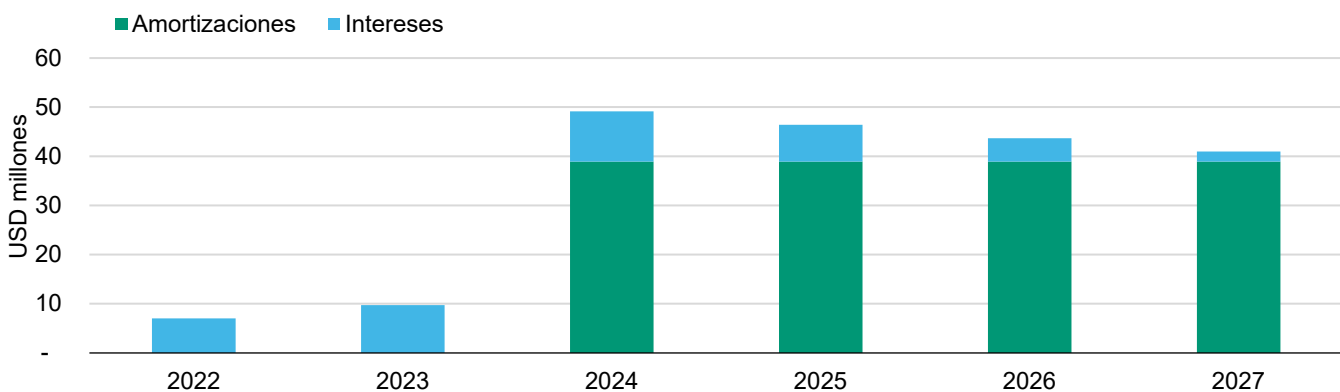
**Figura 7: Stock de deuda a marzo de 2022**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba.

El 11 de noviembre de 2020, la Ciudad de Córdoba publicó una oferta formal a sus acreedores del bono internacional, alcanzando un acuerdo con el 83,79% de los tenedores, lo cual superó la adhesión mínima requerida del 75%, establecida dentro de las cláusulas de acción colectiva. El perfil de vencimientos resultante de la propuesta representa un alivio en las obligaciones en moneda extranjera de la ciudad hasta el 2024 como se muestra en la Figura 8.

**Figura 8: Perfil de vencimientos del bono internacional**



Fuente: Moody's Local Argentina en base al prospecto de emisión y reestructuración del título internacional de deuda pública.

En abril 2020 la municipalidad anunció la emisión de títulos de deuda por ARS 2.000 millones para cancelar deudas con proveedores y contratistas. Los títulos poseen vencimiento en mayo de 2023, habiendo abonado el primer pago de amortizaciones en noviembre del 2021.

Adicionalmente al endeudamiento detallado, la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba lleva adelante un programa financiero local con el objeto de recomponer sus recursos financieros, la liquidez y lograr gradualmente una mayor visibilidad de la ciudad en el mercado de capitales local como emisora de diferentes títulos de deuda. Como parte del mencionado programa financiero, se

encuentran las recurrentes emisiones de Letras del Tesoro. Las letras podrán ser emitidas con un plazo de hasta 360 días. Cada serie vencerá en una determinada cantidad de días a contar desde la fecha de colocación y amortizará de acuerdo con lo establecido en las condiciones particulares de cada emisión. El objetivo de estos programas de emisión de Letras del Tesoro de corto plazo es el de cubrir déficits estacionales o transitorios de caja. La municipalidad ha cancelado todas las series de los programas en la fecha de vencimiento correspondiente.

Por otra parte, con el objetivo de financiar de proyectos de infraestructura y obra pública, la municipalidad emitió un título de deuda por UVA 30,8 millones devengando una tasa de interés fija del 5% con vencimiento en diciembre de 2025. Los flujos de fondos de dicho instrumento se encuentran garantizados por la contribución que incide sobre la actividad comercial, industrial y de servicios, categoría grandes contribuyentes - tipo 3. Moody's Local Argentina considera que los niveles de cobertura resultan adecuados en la medida que la recaudación afectada evolucione de acuerdo con las estimaciones. En caso de que la evolución del precio de la UVA creciera significativamente por encima del crecimiento esperado de la recaudación afectada, la cobertura necesaria podría no ser alcanzada y en dicho caso, el Municipio se obliga a transferir los fondos necesarios para efectuar el pago de servicios correspondiente. No obstante, las coberturas estimadas podrían soportar distintos escenarios de eventuales descalces entre la evolución de la recaudación afectada y el precio de la UVA.

Asimismo, la recaudación afectada se encuentra respaldando las series de letras actualmente vigentes emitidas por la Municipalidad, y tendrá un orden de prelación *pari passu* con relación a esta nueva emisión. Moody's Local Argentina continuará monitoreando la evolución de la recaudación afectada durante la vigencia de las emisiones calificadas.

En marzo de 2022, la Municipalidad de Córdoba instrumentó un Programa de Letras del Tesoro para el ejercicio 2022 por un monto máximo en circulación de ARS 3.000 millones. Las emisiones bajo el programa 2022 se encuentran garantizadas, afectando recursos de origen municipal en virtud de la Ordenanza N° 12.994 y sus enmiendas, por la contribución que incide sobre la actividad comercial, industrial y de servicios, categoría grandes contribuyentes - tipo 3.

A la fecha de publicación de este reporte, la Municipalidad cuenta con dos letras aún vigentes emitidas bajo el Programa de Letras del Tesoro correspondientes al ejercicio 2021 y 2022.

**Figura 9: Detalle de series de Letras del Tesoro vigentes a la fecha de publicación**

Serie	Moneda	Monto de emisión original (ARS millones)	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Programa de emisión
XLIII	ARS	1.029	17/12/21	13/09/22	2021
XLIV	ARS	1.500	28/03/22	25/12/22	2022

Fuente: Moody's Local Argentina en base a información pública disponible en Mercado Abierto Electrónico (MAE).

### Gobierno interno y administración

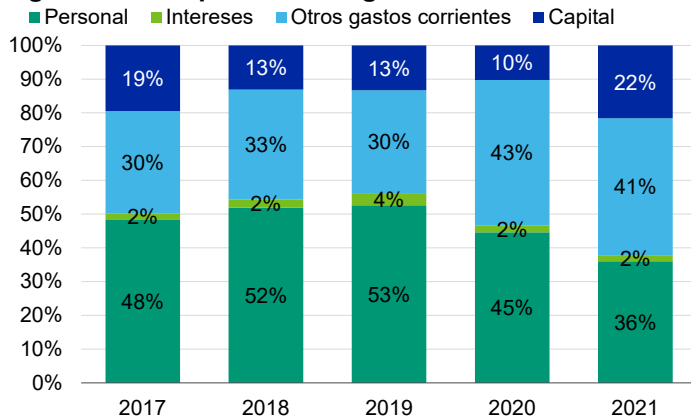
Al entorno operativo se le une un marco institucional en el cual los gobiernos locales y regionales de Argentina portan una significativa responsabilidad en la prestación de servicios públicos mientras, en general, dependen en gran medida de las transferencias que el Estado Nacional envía en concepto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

Por el lado del gasto, los gobiernos locales y regionales tienen cierto arbitrio que les ofrece la posibilidad de generar ahorros, aunque limitada por la significativa importancia de los costos en personal corriente dentro de la estructura de gastos, que en el caso de la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba alcanzaron un 47% sobre gastos corrientes al cierre de 2021.

La municipalidad se encuentra en proceso de implementación de medidas que tienen por finalidad contener el gasto y eficientizar el uso de recursos. En materia salarial, se llevó adelante una reducción de aproximadamente el 25% del total de cargos que

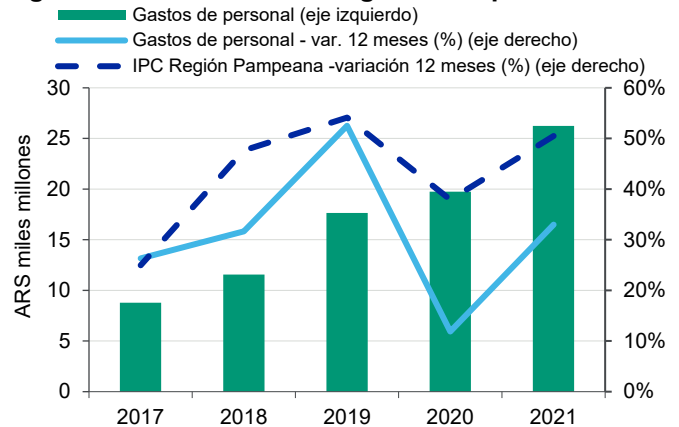
componen la planta política. A mediados del ejercicio 2020, se aprobó una ordenanza que dispuso la reducción de una hora en la jornada laboral de todos los empleados municipales, con excepción de los dependientes de salud y educación. Dicha medida implicó una reducción de aproximadamente 15% del costo salarial.

**Figura 10: Composición del gasto total**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba.

**Figura 11: Evolución de los gastos de personal**



Nota: No se incluyen los gastos de personal derivados del gasto de capital  
Fuente: Moody's Local Argentina en base a información financiera provista por la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba e INDEC.

## Otras consideraciones

### Transparencia y divulgación financiera

Los informes financieros de los GLR de Argentina no son auditados por firmas de auditoría independientes. Los reportes financieros que presentan son generados en primera instancia como una estimación preliminar y solo pasan a ser definitivos luego de un tiempo. Si bien la información fiscal y financiera es publicada en el sitio de internet oficial de la ciudad, la publicación de la información se realiza con demoras significativas.

### 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 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 podrían requerir 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.

A su vez, la crisis sanitaria y social causada por la pandemia del coronavirus afectó a los GLR de Argentina debido a una disminución en la recaudación tributaria por el confinamiento obligatorio. Las presiones de liquidez que enfrenta el sector han aumentado la dependencia de la provincia a la asistencia del gobierno nacional. Esperamos una moderada recuperación de la fortaleza fiscal de los GLR en el corto plazo, aunque el débil contexto macroeconómico actual, presente elevados niveles de incertidumbre respecto a la evolución de sus cuentas fiscales y necesidades de liquidez.

### Historial de incumplimiento

Un historial de incumplimiento es un factor negativo en nuestra evaluación de un GLR dado que refleja una débil capacidad de pago de las obligaciones contraídas.

El 29 de septiembre de 2020, la Municipalidad de la Ciudad de Córdoba no realizó el pago del cupón de interés semestral por USD 5,9 millones correspondiente al bono internacional emitido en 2016 por USD 150 millones, entrando en un período de gracia de 30 días. El 11 de noviembre de 2020, la Ciudad de Córdoba publicó una oferta formal a sus acreedores, alcanzando un acuerdo con el 83,79% de los tenedores, lo cual superó la adhesión mínima requerida del 75%, establecida dentro de las cláusulas de acción colectiva que permitió realizar las modificaciones propuestas en el título internacional.

### **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 y provincial en favor de los GLR.



## Información complementaria

### Detalle de las calificaciones asignadas

Instrumento	Calificación actual	Calificación anterior
Calificación de emisor en moneda local	BBB+.ar / EST	BBB+.ar / EST
Calificación de deuda sénior garantizada en moneda local	A-.ar / EST	A-.ar / EST
Bonos de Deuda 2021 – Serie 1	A-.ar / EST	A-.ar / EST
Calificación de deuda sénior garantizada en moneda local de corto plazo	ML A-2.ar	ML A-2.ar
Programa de letras del tesoro 2022 por un monto máximo en circulación de hasta ARS 3.000 millones (y las series a emitirse dentro del mismo) <sup>(1)</sup>	ML A-2.ar	ML A-2.ar
Programa de letras del tesoro 2021 por un monto máximo en circulación de hasta ARS 2.000 millones (y las series a emitirse dentro del mismo) <sup>(1)</sup>	ML A-2.ar	ML A-2.ar

<sup>(1)</sup> Las series emitidas bajo estos programas estarán denominadas en moneda local.

### Información considerada para la calificación

- » Cuentas generales y balances por los ejercicios fiscales 2015-2021.
- » Presupuesto de Ingresos y Egresos aprobados correspondientes a los ejercicios 2015-2022.
- » Estado de deuda financiera por los ejercicios 2015-2021.
- » Información de gestión y obtenida de reuniones mantenidas con los responsables de la gestión económica y financiera del municipio.
- » Información obtenida mediante reuniones con funcionarios de la municipalidad.
- » Borradores y versiones definitivas de prospectos de emisión de deuda.
- » Información obtenida de la página de Internet oficial de la Municipalidad de Córdoba: [www.cordoba.gov.ar](http://www.cordoba.gov.ar)

### Definición de las calificaciones asignadas

- » **A.ar:** Emisores o emisiones calificados en A.ar con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales.
- » **BBB.ar:** Emisores o emisiones calificados en BBB.ar con una calidad crediticia promedio en comparación con otros emisores locales.
- » **ML A-2.ar:** Los emisores calificados en ML A-2.ar tienen una capacidad por encima del promedio para pagar obligaciones de deuda sénior no garantizada de corto plazo en comparación con otros emisores locales.
- » Moody's Local Argentina agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.

### Metodología utilizada

- » Metodología de calificación de gobierno locales y regionales, disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

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

© 2022 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's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

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

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

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