

## INFORME DE CALIFICACIÓN

# Ciudad Autónoma de Buenos Aires

Argentina

### Tabla de Contenidos:

CALIFICACIONES ASIGNADAS	1
1. INTRODUCCIÓN	2
2. EVALUACIÓN DEL ANÁLISIS DE RIESGO DE CRÉDITO BASE (BCA POR SUS SIGLAS EN INGLÉS)	3
INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN	7
CALIFICACIÓN FINAL	8
APÉNDICE 1. RESUMEN DE LA TARJETA DE PUNTUACIÓN.	9
APÉNDICE 2. TABLA DE INDICADORES CLAVE	10

### Analista Principal:

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600  
 Alejandro Pavlov +54.11.5129.2629  
*Vice President - Senior Analyst*  
 alejandro.pavlov@moodys.com

### Calificaciones Asignadas <sup>(\*)</sup>

	Calificación Actual y Perspectiva		Calificación Anterior y Perspectiva	
	Escala Nacional	Escala Global	Escala Nacional	Escala Global
	Estable / Positiva		Estable / Positiva	
Programa Global de Emisión de Títulos de Deuda en el Mercado Local <sup>1)</sup>	Baa1.ar <sup>1)</sup>	B3	Baa1.ar <sup>1)</sup>	B3
- Clase 21 a 18 meses por un monto en pesos que en conjunto con el monto de la Clase 22 no supere los USD 530 millones	Baa1.ar	B3	Calificación inicial	Calificación inicial
- Clase 22 a 84 meses por un monto en pesos que en conjunto con el monto de la Clase 21 no supere los USD 530 millones	Baa1.ar	B3	Calificación inicial	Calificación inicial

1) 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. 1) Los títulos emitidos bajo estas series podrán estar 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.

**Principales Indicadores <sup>[1]</sup>**

	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	16.6	20.9	24.7	28.7	43.8
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	1.7	1.4	1.6	2.0	2.3
Superávit (déficit) Operativo / Ingresos Corrientes (%)	11.5	9.9	13.5	13.4	8.6
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	(3.3)	(4.4)	(6.5)	(7.0)	(4.4)
Transferencias Federales / Ingresos Corrientes (%)	11.2	11.5	9.9	9.0	10.4
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	15.9	14.8	19.5	19.9	13.3

[1] Información basada en estados financieros auditados bajo normas locales al cierre fiscal.

**1. Introducción**

Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo asigna calificaciones tanto en escala nacional como en la escala nacional a emisores sub-soberanos y de otros sectores de Argentina.

Con respecto a los instrumentos emitidos (y pagaderos) en moneda extranjera, las calificaciones asignadas en línea con las calificaciones en moneda local, reflejan nuestra opinión sobre los menores riesgos que podrían afrontar los sub-soberanos argentinos al pagar sus obligaciones en moneda extranjera en un entorno con un menor riesgo soberano dada la suba en la calificación de los bonos del Gobierno Argentino a partir del mes de abril de 2016.

Las calificaciones en escala nacional de la Ciudad de Buenos Aires en Baa1.ar, reflejan una capacidad de pago fortalezas crediticias superiores a las de otros emisores también calificados en la categoría genérica Baa.ar. Los niveles de deuda actuales y proyectados permanecen bajos aunque todavía con una elevada participación de deuda en moneda extranjera, quedando la ciudad expuesta al riesgo de devaluación del tipo de cambio. Si bien los ingresos corrientes son altamente sensibles a las fluctuaciones de los ciclos económicos, la ciudad se beneficia de una amplia base de ingresos propios, dotándola de una adecuada flexibilidad financiera, mayor a la de sus pares comparables.

**Fortalezas Crediticias**

Las fortalezas crediticias de la Ciudad de Buenos Aires incluyen:

- » Economía próspera que genera recursos muy por encima del promedio nacional,
- » Sólida base de ingresos propios que dota a la ciudad de una considerable flexibilidad financiera,
- » Generación de sólidos y sostenidos márgenes operativos positivos,
- » Bajos niveles de deuda actuales y proyectados en relación a los ingresos.

**Desafíos Crediticios**

Los desafíos crediticios de la Ciudad de Buenos Aires incluyen:

- » Incertidumbre económica que podría contraer la brecha entre ingresos y gastos,
- » Base de ingresos altamente sensible a la fluctuación de los ciclos económicos,
- » Elevada proporción de deuda en moneda extranjera,
- » Muy débil ambiente operativo de Argentina.

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de la calificación en escala nacional de la municipalidad permanece estable, mientras que la perspectiva de la calificación en escala global es positiva, en línea con la calificación de los bonos soberanos argentinos dadas las fuertes interrelaciones macroeconómicas y financieras entre los soberanos y los sub-soberanos.

### Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Alza

Una suba en las calificaciones soberanas de Argentina y/o una mejora sistémica junto con un menor riesgo idiosincrático emanado de la Ciudad de Buenos Aires –mediante por ejemplo sostenidos registros de superávits financiero y una mayor proporción de deuda en moneda local—podrían ejercer presión alcista en las calificaciones asignadas 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 deterioro del riesgo sistémico o idiosincrático de la ciudad – a través por ejemplo del aumento en el peso de su deuda en moneda extranjera- podría ejercer presión a la baja en las calificaciones asignadas a la Ciudad de Buenos Aires y motivar 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 ciudad de Buenos Aires, la tarjeta de puntuación del riesgo de crédito base (que se presenta en el Apéndice 1 del presente informe) genera una BCA estimada en b3 debido al puntaje obtenido de 4.

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:

#### Factor 1: Fundamentos Económicos

Con una población cercana a los tres millones de habitantes (cerca del 8% de la población nacional), la Ciudad de Buenos Aires es el principal centro urbano del país y la segunda región económica superada sólo

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

por la Provincia de Buenos Aires. Presenta una alta diversidad en la composición de sus actividades económicas y un muy buen desarrollo de su infraestructura de servicios. El principal sector dentro del PBG de la ciudad es el de los Servicios sociales, comunitarios y personales, cuya participación asciende al 20%, seguido de los Servicios inmobiliarios y empresariales (19%), Comercio, hoteles y restaurantes (17%) y Servicios financieros (12%).

De acuerdo con estimaciones preliminares, el PBG nominal de la ciudad representa cerca del 23% del PIB nacional, mientras que el PIB per cápita casi triplica al promedio nacional, dando cuenta de la significativa importancia relativa de la economía de la ciudad.

La tasa de desocupación promedio informada por el INDEC para el año 2011 fue del 5,9%, inferior a la registrada para el total de aglomerados urbanos para el mismo período (7,2%). Debe tenerse en cuenta que la ciudad ocupa mano de obra de otras jurisdicciones, especialmente de la Provincia de Buenos Aires.

### 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

Durante el período 2007-2015, la ciudad de Buenos Aires registró normalmente déficits financieros (ingresos totales menos gastos totales) excepto durante el gran repunte económico de la gestión 2010 en el cual reportó un superávit final de ARS495 millones pero satisfactorios superávits corrientes u operativos. En base a datos provisorios correspondientes al ejercicio concluido el 31 de Diciembre de 2015, la Ciudad de Buenos Aires registró un superávit operativo o corriente de ARS6.950 millones –un 8.6% medido sobre los ingresos Corrientes- y un déficit financiero total apenas superior a los ARS3.600 millones o un 4.4% de los ingresos totales durante ese mismo año. Este déficit financiero total fue inferior al del ejercicio pasado producto del aumento en los recursos totales en mayor proporción que el de los gastos (por un 26.9% con relación a la gestión 2014 frente al de los egresos totales por un 23.9%).

Más recientemente, durante el ejercicio 2016, la Ciudad registró en base a cifras provisorias un abultado superávit corriente de casi ARS12.900 millones, un 10% de sobre sus ingresos corrientes, mejorando frente al 8.6% obtenido en el ejercicio anterior. Tras computar los ingresos y egresos de capital, dicho superávit se reduce hasta representar un 1.4% de los ingresos totales –mejorando frente al déficit del 4.4% de los ingresos totales reportados al cierre del 2017-.

Conforme los datos del presupuesto aprobado para el año 2017, la Ciudad de Buenos Aires espera cerrar el presente ejercicio con un abultado superávit corriente u operativo superior a los ARS21.700 millones –casi un 13% medido sobre los ingresos corrientes esperados, en línea con su historia-- mientras que el resultado total (incluyendo los ingresos y egresos de capital) sería deficitario en aproximadamente unos ARS6.175 millones o un 3.6% medido sobre los ingresos totales esperados. El motivo del mayor déficit total esperado para la gestión 2017 es el importante aumento en el gasto de capital, el cual llegaría a representar un 18.5% de los gastos totales, el nivel más elevado desde 2014. Moody's espera que los resultados operativos y financieros de esta emisora se comporten en línea con lo observado en las últimas cinco gestiones.

La Ciudad de Buenos Aires ha registrado una continua recuperación económica y fiscal a partir de los severos problemas experimentados en los años 2001/2002 y ha adoptado prácticas presupuestarias que contribuyen a la flexibilidad financiera. Dicha flexibilidad resulta también acentuada por la elevada proporción de recursos propios dentro de la estructura de ingresos y su baja dependencia de las transferencias provenientes del gobierno federal. En Efecto, históricamente, en promedio sólo alrededor del 11% del total de ingresos corrientes corresponden a transferencias federales. Esta es una característica distintiva que posee la Ciudad de Buenos Aires ya que, en promedio, el consolidado de las provincias reciben alrededor de la mitad de sus ingresos totales (un 53% al 30 de Septiembre de 2015, último dato público) en concepto de coparticipación federal de impuestos y otras transferencias desde el Gobierno Nacional. Consecuentemente, los ingresos propios representan la mayor parte del flujo de ingresos de la ciudad, dotándola de una relativamente elevada flexibilidad fiscal y autonomía financiera. Dentro de los recursos tributarios propios de la ciudad, el más significativo es el Impuesto sobre los Ingresos Brutos. En 2015 la recaudación de dicho impuesto representó 73% del total de ingresos tributarios propios y un 62% de los ingresos totales de la ciudad. Es importante destacar también que el impuesto a los ingresos brutos es un impuesto directamente relacionado a la actividad económica. Es por esto que una menor tasa de crecimiento de la economía en el corto-mediano plazo podría derivar en una menor tasa de crecimiento en los ingresos de la ciudad.

### Perfil de Endeudamiento

Los niveles de deuda de la Ciudad de Buenos Aires son de los más bajos entre los gobiernos sub-soberanos calificados por Moody's en Argentina, aunque se observa una tendencia creciente cuyo objetivo es la financiación de la parte del gasto de capital de la ciudad que exceda al superávit corriente. Así, al 31 de Diciembre de 2016 el stock provisorio de la deuda de la ciudad de Buenos Aires ascendía a unos ARS47.175 millones, equivalente al 35% aproximadamente de los ingresos totales estimados para este último ejercicio, evidenciando una leve tendencia creciente en el corto plazo. Sin embargo, en base al manejo de pasivos aprobado en el presupuesto para el corriente año 2017 y al crecimiento de los ingresos totales de la ciudad, se podría estimar una baja hasta el 31% para este indicador para el cierre del año en curso. La aplicación constante de prudentes políticas fiscales, condición necesaria para la estabilización de la deuda, resulta el principal desafío que debe afrontar la ciudad en el corto y mediano plazo. Los servicios de la deuda representan, sin embargo, una proporción manejable de los ingresos totales.

Por otro lado, la deuda en dólares, que al 31-12-2013 representaba el 98% del total disminuyó hasta representar un 82% al 30-09-2016 debido a la emisión de distintos títulos de deuda en moneda local y Letras del Tesoro. Con motivo de la aún elevada participación de la deuda en moneda extranjera en su stock total de deuda, la ciudad está altamente expuesta al riesgo de tipo de cambio, riesgo que hasta ahora no ha afectado sus resultados operativos en mayor medida. Pero por otro lado, las recurrentes emisiones en el mercado internacional contribuyen al alargamiento de los plazos de vencimiento de la deuda de la ciudad.

En base a cifras provisorias informadas al 31 de diciembre de 2016, la deuda de esta emisora se había incrementado en un significativo 50% con relación a la del cierre del año anterior, impactada principalmente por la emisión del Bono Global por USD 890 millones en el mes de junio de ese año. Moody's también califica el Programa Global de Emisión de Títulos de Deuda en el Mercado Local (Programa de Financiamiento en el Mercado Local) que fuera aprobado inicialmente por la Ley 4.315 hasta la suma de USD100 millones, luego ampliado por varias leyes hasta totalizar el monto máximo de hasta USD1.916 millones. Los títulos que se emiten bajo el referido programa serán integrados y pagados en pesos argentinos al tipo de cambio aplicable según las condiciones pactadas.

Por último la ciudad también hace uso del financiamiento de corto plazo a través de la emisión de Letras del Tesoro. La colocación de estas letras apunta a cubrir déficits estacionales de caja y pueden presentar vencimientos que excedan el presente ejercicio económico tal como lo autorizan los artículos 107 y 108 de la mencionada ley de administración financiera. Las calificaciones asignadas a estos dos programas y a las series emitidas y a emitirse reflejan la opinión de Moody's en el sentido que la voluntad y capacidad de la Ciudad de Buenos Aires de honrar los servicios de estas emisiones se hallan alineadas con sus calificaciones como emisora a largo plazo es decir B3/Baa1.ar. Al 31 de diciembre de 2016, el monto vigente de Letras del Tesoro ascendía a unos ARS2.048 millones.

#### **Factor 4: Administración y Gobierno Interno**

Los factores de administración y gobierno interno reflejan fortalezas en algunos aspectos y debilidades en otros. Mientras que la ciudad registró déficit financieros con frecuencia, ha venido cumpliendo con sus metas fiscales generando sólidos márgenes operativos desde la salida de la crisis de 2001/02. La actual administración está especialmente enfocada en la adopción de políticas fiscales prudentes y en asegurar transparencia en sus operaciones.

Los reportes financieros son claros y detallados aunque 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 ciudad.

---

#### **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 B3, 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 4 con la evaluación del riesgo sistémico en B3, resulta una calificación estimada en b3.

---

#### **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 ciudad, 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 ciudad. Este hecho se compensa, en parte, por factores que incrementan la probabilidad de apoyo por parte del gobierno nacional, como son el rol estratégico que ocupa la ciudad –como capital federal y centro financiero– y la moderada supervisión que ejerce el gobierno federal sobre las finanzas de la ciudad.

Moody's también asigna un alto nivel de dependencia de incumplimiento entre la ciudad y el gobierno nacional, lo que refleja un bajo nivel de transferencias federales dentro de su estructura de ingresos y una significativa integración de sus economías y sus bases de ingresos.

### Información Considerada para la Calificación

- » Prospectos de emisión, reestructuración y otros documentos a fechas varias,
- » Copia del documento denominado "Información Para El Inversor" a diversas fechas siendo el último consultado el correspondiente al mes de Abril de 2016,
- » Suplemento del Prospecto Preliminar para las Clases Nº 6, 7, 8, 9, 10, 11, 12, 13 y 14 y 4 (re-apertura). Condiciones de Emisión Indicativas de las Clases 15 y 16 contenidas en la propuesta presentada por el colocador. Suplemento del Prospecto de las Clases 19 y 20 de Enero de 2017 y de las Clases 21 y 22 del mes de marzo de 2017.
- » Proyecto de Resolución del Ministerio de Hacienda autorizando la emisión de la Clase 7,
- » Ejecución presupuestaria correspondientes a los ejercicios 1995/2015, Cuenta Anual de Inversión al 31 de Diciembre de 2015 y al 31-12-2016 (provisoria),
- » Stock de deuda al 31/12/2012, al 31/12/2013, al 31/12/2014, al 31/12/2015 y al 31-12-2016 (provisorio),
- » Presupuestos correspondientes a los años 1995-2016,
- » Informes de evolución de la deuda y estimación de su cancelación elaborados por la Contaduría General del Gobierno de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires,
- » Normativa jurídica de la ciudad, Leyes Nº 70 y 4.809,
- » Ley Nº5349 ampliando el monto del Programa de Letras del Tesoro 2015,
- » 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 ciudad de Buenos Aires [www.buenosaires.gob.ar](http://www.buenosaires.gob.ar),
- » Fue utilizado el Manual de Procedimientos Para la Calificación de Riesgo de Gobiernos Sub-soberanos registrado mediante Res.Nº17.990 de fecha 10/03/2016.

## Calificación Final

El Consejo de Calificación de Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A, en su sesión ordinaria del día 21 de Marzo de 2017, sobre la base de los antecedentes expuestos ha calificado de acuerdo al siguiente detalle –calificaciones en la escala nacional que Moody's aplica para emisores argentinos-, a saber:

	Calificación
- Clase Z1 a 18 meses por un monto en pesos que en conjunto con el monto de la Clase Z2 no supere los USD 530 millones	Baa1.ar
- Clase Z2 a 84 meses por un monto en pesos que en conjunto con el monto de la Clase Z1 no supere los USD 530 millones	Baa1.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 1 indica que la calificación se ubica en el rango superior de su categoría. La categoría Baa1.ar equivale a la categoría regulatoria BBB(+).



## 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 2014</b>						
<b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	1	269.57	70%	1	20%	0.20
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 (%) *	1	12.93	12.50%	3.75	30%	1.13
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	3	1.80	12.50%			
Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	28.70	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	7	28.70	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>3.83(4)</b>
<b>Evaluación del Riesgo Sistémico</b>						<b>B3</b>
<b>BCA Estimada</b>						<b>b3</b>

## Apéndice 2. Tabla de Indicadores Clave

### Principales Indicadores <sup>[1]</sup>

	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	16.6	20.9	24.7	28.7	43.8
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	1.7	1.4	1.6	2.0	2.3
Superávit (déficit) Operativo / Ingresos Corrientes (%)	11.5	9.9	13.5	13.4	8.6
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	(3.3)	(4.4)	(6.5)	(7.0)	(4.4)
Transferencias Federales / Ingresos Corrientes (%)	11.2	11.5	9.9	9.0	10.4
Gasto de Capital / Gasto Total (%)	15.9	14.8	19.5	19.9	13.3

[1] Información basada en estados financieros auditados bajo normas locales al cierre fiscal

Número de Reporte: 195034

Autor  
Alejandro PavlovEspecialista en Producción  
Wing Chan

© 2017 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

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

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

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

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

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los \$1.500 dólares y aproximadamente los 2.500.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody's.com](http://www.moody's.com), bajo el capítulo de "Shareholder Relations - Corporate Governance - Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado" - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas].

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

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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, MJJK 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 MJJK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJJK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y los JPY350.000.000, aproximadamente.

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