

INFORME DE CALIFICACIÓN

Provincia de Río Negro

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
EVALUACIÓN DEL RIESGO IDIOSINCRÁTICO	4
OTROS FACTORES ADICIONALES RELEVANTES	6
EVALUACIÓN DE LA PROBABILIDAD DE APOYO EXTRAORDINARIO	6
INFORMACIÓN CONSIDERADA PARA LA CALIFICACIÓN	7
CALIFICACIÓN FINAL DEL INSTRUMENTO	7
APÉNDICE 1. RESUMEN DE LA TARJETA DE PUNTUACIÓN	8

Analista Principal:

BUENOS AIRES	+54.11.5129.2600
Florencia Calvente Analyst	+54.11.5129.2639
florence.calvente@moodys.com	

Calificaciones Asignadas (*)

	Calificación Actual y Perspectiva		Calificación Anterior y Perspectiva	
	Escala Nacional	Escala Global	Escala Nacional	Escala Global
	Negativa		N/A	
Títulos de Deuda Pública Provincial por un monto total de hasta ARS 2.000 millones, con vencimiento en 2021	Ca.ar	Ca	N/A	N/A

* 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 inicial.

Principales Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda Directa e Indirecta Neta/Ingresos Corrientes (%)	27,3	27,6	48,6	49,5	55,8
Pago de Intereses/Ingresos Corrientes (%)	0,9	1,7	4,0	6,5	7,8
Superávit (déficit) Operativo/Ingresos Corrientes (%)	4,0	(9,8)	(5,5)	3,9	(1,5)
Superávit (déficit) Financiero/Ingresos Totales (%)	(1,9)	(13,5)	(9,0)	1,0	(6,7)
Transferencias Federales/Ingresos Corrientes (%)	58,1	60,8	61,9	57,5	58,8
Gasto de Capital/Gasto Total (%)	8,4	6,7	7,3	9,4	11,0

1. Introducción

Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo (Moody's) asigna una calificación de Ca y de Ca.ar en escala global y nacional respectivamente, a los Títulos de Deuda Pública Provincial de la Provincia de Río Negro por un monto de hasta ARS2.000 millones. La perspectiva de las calificaciones es negativa.

Moody's considera que la calidad crediticia de los subsoberanos de Argentina se verá afectada negativamente por el aumento de riesgos sistémicos significativos derivados del soberano. A su vez, Moody's considera que los gobiernos locales y regionales tendrán pérdidas sustanciales de acceso a los mercados debido a la decisión soberana de reestructurar los próximos pagos de la deuda. Adicionalmente, Moody's prevé que en 2020 los subsoberanos de Argentina experimentarán un deterioro de las condiciones económicas y financieras que afectará sus resultados financieros y dificultará el refinanciamiento de la deuda ante las presiones sociales y los cambios de políticas.

Debido a los desafíos internos y externos que enfrenta actualmente la Argentina, entre los cuales se encuentran los riesgos asociados con el brote de coronavirus, Moody's pronostica una contracción de 8,0% en el PIB real en 2020, el tercer año consecutivo de recesión severa después de una contracción estimada del 2,2% en 2019 y 2,5% en 2018. Se espera que esta caída en el nivel de actividad tenga un impacto significativo en los ingresos de los gobiernos locales y regionales de Argentina, porque tanto los ingresos propios como las transferencias automáticas del gobierno federal están altamente correlacionados con el desempeño económico del país. Además, las crecientes demandas sociales, impulsadas por la caída del poder adquisitivo y el aumento de la pobreza y el desempleo, presionarán a los subsoberanos para aumentar el gasto.

Las calificaciones actuales de la Provincia de Río Negro reflejan sus niveles de apalancamiento moderados, aunque en crecimiento, sus resultados financieros volátiles, y su creciente exposición a la deuda en moneda extranjera. Además, al igual que todos los gobiernos regionales y locales en Argentina, Río Negro enfrenta desafíos relacionados con los gastos de personal en el contexto actual de tasas de inflación muy altas y volatilidad del mercado, y está expuesto a riesgos sistémicos sustanciales. Si bien el riesgo cambiario al que está expuesta la provincia se encuentra parcialmente mitigado por el adecuado perfil de vencimientos que posee la deuda en moneda extranjera y por los ingresos por regalías que recibe, el fuerte deterioro en la recaudación fiscal en los últimos meses sumado a una baja en los precios de los hidrocarburos, han limitado la capacidad de pago de la provincia respecto a sus obligaciones financieras. Por lo expuesto, la provincia ha iniciado un proceso de consulta con tenedores de su bono internacional en dólares estadounidenses con vencimiento en 2025, y se encuentra actualmente en uso del período de gracia de 30 días con relación al pago del cupón de interés que venció el 7 de junio de 2020 (período de gracia finaliza el 7 de julio de 2020).

El destino de los fondos de los títulos de deuda a ser emitidos por la provincia es refinanciar o reprogramar los pasivos financieros en mejores términos a las existentes, incluyendo la posibilidad de cancelar pasivos. Los títulos de deuda a ser emitidos por la provincia podrán ser integrados en Pesos Argentinos y/o en especie mediante la entrega de los Títulos de Deuda Clase 1 emitidos por la provincia de Río Negro el 6 de julio de 2017, por un valor nominal de ARS 1.800 millones.

Las características crediticias de la Provincia de Río Negro reflejan las siguientes fortalezas y desafíos:

Fortalezas Crediticias

Las fortalezas crediticias de la Provincia de Río Negro incluyen:

- » Ratios de deuda moderados, aunque en crecimiento
- » Flujo de ingresos asociado a moneda extranjera en concepto de regalías

Desafíos Crediticios

Los desafíos crediticios de la Provincia de Río Negro incluyen:

- » Entorno operativo desafiante
- » Historia de resultados operativos y financieros volátiles y deficitarios en varios períodos

Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones es negativa, en línea con la perspectiva de las calificaciones de los bonos de Argentina, reflejando un posible deterioro en la recuperación esperada de los inversores.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Alza

Moody's no espera presiones al alza en los subsoberanos calificados de Argentina en el corto a mediano plazo. Sin embargo, Moody's consideraría estabilizar las perspectivas si las condiciones financieras se estabilizaran y las pérdidas esperadas para los acreedores privados por la reestructuración de la deuda fueran inferiores a las proyecciones actuales.

Qué Pudiera Cambiar la Calificación a la Baja

Dadas las fuertes interrelaciones macroeconómicas y financieras entre el gobierno de Argentina y los subsoberanos, una baja en las calificaciones de los bonos soberanos de Argentina y/o un mayor deterioro del riesgo sistémico podrían ejercer presión a la baja en las calificaciones. Adicionalmente, el aumento de los riesgos idiosincráticos podría traducirse en una baja. Moody's también bajaría las calificaciones en caso de que una reestructuración de la deuda produjera pérdidas inconsistentes con las calificaciones actuales.

2. Evaluación del análisis de Riesgo de Crédito Base (BCA por sus siglas en inglés)¹

En el caso de la Provincia de Río Negro, la tarjeta de puntuación del riesgo de crédito base (que se presenta en el Apéndice 1 del presente informe) genera una BCA estimada en ca, debido a la combinación de la evaluación de riesgo idiosincrático determinada en 6 con la evaluación del riesgo sistémico en Ca.

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

¹ Baseline Credit Assessment o Riesgo de Crédito Base.

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 estimada en niveles alrededor de los 738.000 habitantes para 2019 (alrededor del 1,6% de la población total del país) y un PIB per cápita que representa cerca del 86% del promedio nacional, la provincia de Río Negro es una de las consideradas medianas del país. Su economía relativamente próspera y diversificada ofrece buenas condiciones para potenciar la recaudación de ingresos propios. De acuerdo con datos estimados para 2017 (último dato público disponible), el comercio era la principal actividad económica provincial, concentrando alrededor del 20% de su PGB, seguido por el rubro transportes y telecomunicaciones y en tercer lugar, los servicios inmobiliarios. En cuanto a la tendencia, el mismo ha crecido en un promedio del 1,7% anual desde el año 2013, siendo el 2013 el año en el cual se registró el mayor crecimiento (5,2%).

A marzo de 2020, las áreas metropolitanas de la provincia registraron una tasa de desempleo de 2,7%, por debajo del promedio nacional (10,4%). Por su parte, los indicadores de pobreza para el segundo semestre de 2019 fueron de 32,9%, por debajo del promedio nacional de 35,5%.

Factor 2: Marco Institucional

El 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 (64% de los gastos corrientes a marzo de 2020).

Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento

La provincia de Río Negro se ha caracterizado por un volátil desempeño operativo y financiero total. Su principal gasto, el gasto en personal, ha subido normalmente en mayor medida que los ingresos corrientes y ello generó déficits operativos en muchos ejercicios. Durante el período 2011-2018, algunos ejercicios presentaron satisfactorios superávits operativos, pero tras computar la cuenta de capital, la historia de resultados financieros arrojó déficits que fluctuaron entre el 1,9% y el 13,5% de los ingresos totales, con excepción del 2014 y del 2018, que presentaron superávits de 5,6% y 1,0%, respectivamente.

En el ejercicio 2019, la provincia exhibió un resultado operativo negativo de ARS 998 millones, equivalentes al 1,5% de los ingresos corrientes del período. Tras computar los ingresos y egresos de capital, el déficit financiero alcanzó los ARS 4.645 millones, equivalentes al 6,7% de los ingresos totales. El resultado operativo registrado fue impulsado por un mayor crecimiento de los gastos corrientes, que se incrementaron 51%, mientras que los ingresos corrientes lo hicieron en tan solo un 43%. El aumento en los gastos corrientes está explicado parcialmente por el incremento de 47% en los gastos en personal. Moody's

espera que la provincia continúe enfrentando presiones de liquidez específicas, al ver su fortaleza fiscal deteriorada en medio de la contracción económica y las presiones inflacionarias esperadas.

Al cierre del primer trimestre del 2020, la provincia reportó un superávit corriente de ARS 1.337 millones, equivalentes al 7% de los ingresos corrientes del periodo. Asimismo, el resultado financiero fue superavitario en el orden de ARS 1.003 millones, 5% de los ingresos totales, significando una mejora si se lo compara con el superávit financiero del 0,5% obtenido en el primer trimestre del 2019.

Con respecto a la dependencia de los recursos de origen nacional o federal, la provincia de Río Negro registró históricamente niveles cercanos al 60%. Sin embargo, en los ejercicios 2018 y 2019 la provincia logró disminuir el peso de las transferencias federales hasta 53,7% y 55,0% de los ingresos totales respectivamente, como consecuencia de un importante incremento de los recursos propios, los cuales aumentaron en promedio un 50%, mientras que las transferencias federales crecieron en un 41%. A marzo de 2020, las transferencias federales representaron un 52,3% de los ingresos totales de la provincia. Río Negro aún se encuentra en línea con el promedio de las provincias en términos de este indicador.

De acuerdo con el presupuesto provincial de ingresos y egresos aprobado para el ejercicio 2020, la Provincia de Río Negro proyecta cerrar el ejercicio con un resultado corriente superavitario del orden de ARS 2.637 millones, lo cual representa un 2,9% de los recursos corrientes proyectados. Luego de incluir ingresos y egresos de capital, la Provincia proyecta alcanzar un déficit financiero total de ARS 1.459 millones, lo cual representa un 1,5% de los ingresos totales esperados. El gasto de capital proyectado en ARS 8.277 millones es impulsado principalmente por el plan de obras públicas, el Plan Castello.

Perfil de Deuda

La Provincia de Río Negro presenta niveles de deuda moderados, aunque con una tendencia creciente en línea con sus pares locales. Al cierre del ejercicio 2019, el stock de deuda total ascendió un 61% comparado con el cierre del ejercicio anterior, hasta ARS 36.044 millones, un 52,2% de los ingresos totales de la provincia.

La deuda en moneda extranjera representó un 64,4% del total, y 78% de la misma está comprendida por una emisión en el mercado internacional en diciembre 2017 por USD 300 millones, destinada a financiar un fideicomiso fiduciario, el "Fondo Fiduciario de Desarrollo Rionegrino Plan Gobernador Castello", organizado para financiar inversiones públicas para el desarrollo regional y una mayor integración de la economía provincial (Plan Castello). La emisión cuenta con un cómodo perfil de vencimientos, pago semestral de intereses al 7,75% y 3 cuotas consecutivas de pago de amortización comenzando en diciembre de 2023, y expone a la provincia a las fluctuaciones en el tipo de cambio. Sin embargo, el deterioro económico que ha experimentado la provincia en los últimos meses ha limitado su capacidad de pago, por lo que ha iniciado un proceso de consulta con los tenedores del bono para renegociar el título, en el marco de la Ley Provincial Nº 5.441 que autoriza al Poder Ejecutivo provincial a refinanciar la deuda pública emitida bajo jurisdicción nacional o internacional. La provincia se encuentra actualmente en uso del período de gracia de 30 días con relación al pago del cupón de interés que venció el 7 de junio de 2020.

Al 31 de marzo de 2020, el stock de deuda de la provincia ascendía ARS 37.686 millones, de los cuales el 65,9% corresponde a deuda denominada en moneda extranjera.

A inicio del ejercicio, la provincia recibió autorización, a través de la resolución RESOL-2020-19 del Ministerio de Economía, para emitir Letras del Tesoro Provincial por hasta la suma en circulación de ARS 1.000 millones, o su equivalente en dólares estadounidenses, en el marco del Programa de Emisión de

Letras de Tesorería para el año 2020, con destino a cubrir deficiencias estacionales de caja. Este endeudamiento representa 1,4% de los recursos totales de la provincia del 2019, y está garantizado por la cesión de los recursos provenientes del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos correspondientes a la provincia.

El 24 de junio de 2020, la provincia recibió autorización a través de la resolución RESOL-2020-61 del Ministerio de Economía, para emitir los Títulos de la Deuda Pública Provincial por un monto nominal total en circulación de hasta ARS 2.000 millones, con vencimiento en el 2021, en el marco del Programa de Cancelación de Obligaciones del Sector Público Provincial. El mismo fue creado a través del artículo 1 del decreto provincial 277 del 16 de marzo de 2020. Los Títulos de Deuda podrán ser integrados en Pesos y/o en especie mediante la entrega de los Títulos de Deuda Clase 1 de la provincia con vencimiento en 2020, emitidos el 6 de julio de 2017, por un valor nominal de ARS 1.800 millones.

Factor 4: Administración y Gobierno Interno

Beneficiada por una economía que contribuye positivamente con la recaudación de ingresos tributarios, la Provincia de Río Negro ha presentado una cierta volatilidad a la hora del cumplimiento de sus metas fiscales y generar los recursos suficientes para cubrir sus necesidades de inversión de capital.

Los reportes financieros son claros y detallados aunque -como el resto de las provincias- no son auditados por una firma independiente. La información fiscal y financiera es publicada regularmente en el sitio de Internet oficial de la provincia.

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

Un segundo elemento para determinar la BCA es la puntuación del riesgo sistémico del país en el cual opera. En el caso de Argentina, el riesgo sistémico se evalúa en Ca, 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 la evaluación del riesgo idiosincrático en 6 con la evaluación del riesgo sistémico en Ca, resulta una BCA estimada en ca.

Otros factores adicionales relevantes

Entorno Operativo

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

Evaluación de la probabilidad de apoyo extraordinario

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

Moody's también asigna un muy alto nivel de dependencia de incumplimiento entre la provincia y el gobierno nacional, lo que refleja la moderada dependencia de la provincia en las transferencias del gobierno nacional. Alternativamente, la elevada dependencia de incumplimiento también refleja la similitud en sus estructuras de ingresos como así también la integración de sus economías.

Información Considerada para la Calificación

- » Estado de la deuda pública consolidada provincial al cierre de las últimas seis gestiones y al primer trimestre de 2020,
- » Ejecuciones presupuestarias por los ejercicios fiscales 2013-2019 y al primer trimestre de 2020,
- » Presupuesto de Ingresos y Egresos de los ejercicios 2015 a 2020,
- » Normativa jurídica provincial,
- » Decreto del Gobernador N°1661, donde se aprueba el procedimiento de Colocación y Emisión de Letras de Tesorería.
- » Resolución 2019-256 de fecha 24-04-2019 donde se crea el Programa de Emisión de Letras de Tesorería para el año 2019
- » Decreto del Gobernador N°359, Autorización de emisión N°93/2017 de la Secretaria de Hacienda para los Títulos de Deuda Pública Provincial en el Mercado Nacional,
- » Decreto del Gobernador N° 84, creando el Programa Global de Cancelación de Pasivos Financieros por ARS 3.000 millones,
- » Resolución 2019-172 de fecha 31-10-2019 donde se aprueba la ampliación de la emisión de títulos de deuda pública provincial por hasta un monto de ARS 3.000 millones,
- » Ley Provincial N° 5.385 y Resolución 2020-19 de fecha 10-03-2020 autorizando la emisión de Letras del Tesoro Provincial, en el marco del Programa de Emisión de Letras de Tesorería para el año 2020,
- » Ley Provincial N° 5.441 de fecha 01-06-2020 donde se autoriza al Poder Ejecutivo Provincial a refinanciar y/o renegociar su deuda pública emitida bajo jurisdicción nacional o internacional,
- » Información obtenida de la página de Internet oficial del gobierno de la provincia de Río Negro: www.estadisticasy censos.rionegro.gov.ar
- » Comunicaciones publicadas en la BCBA,
- » Fue utilizado el Manual de Procedimientos Para la Calificación de Riesgo de Gobiernos Sub-soberanos registrado mediante Res.N°18.811 de fecha 22/06/2017.

Calificación Final del Instrumento

El Consejo de Calificación de Moody's Latin America Agente de Calificación de Riesgo S.A., en su sesión ordinaria del día 30 de junio de 2020 ha calificado de acuerdo al siguiente detalle –calificaciones en la escala nacional revisada que Moody's aplica para emisores argentinos-, a saber:

Instrumento	Calificación
Títulos de Deuda Pública Provincial por un monto total de hasta ARS 2.000 millones, con vencimiento en 2021	Ca.ar

Categoría Ca.ar: "Los emisores o emisiones con calificación Ca.ar son altamente especulativos y muestran una capacidad de pago extremadamente débil con relación a otros emisores locales".

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
Planilla de Puntuación 2019						
Factor 1: Fundamentos Económicos						
Fortaleza Económica	7	86,00	70%	6,4	20%	1,28
Volatilidad Económica	5		30%			
Factor 2: Marco Institucional						
Marco Legislativo	5		50%	5	20%	1,00
Flexibilidad Financiera	5		50%			
Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Endeudamiento						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) *	7	-0,53	12,5%	4	30%	1,20
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	7	6,89	12,5%			
Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	3	55,80	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	5,50	25%			
Factor 4: Administración y Gobierno Interno						
Controles de Riesgo y Administración Financiera	5			9	30%	2,70
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	9					
Evaluación del Riesgo Idiosincrático						6,18(6)
Evaluación del Riesgo Sistémico						Ca
BCA Estimada						ca

Reporte Numero: 206802

Autor
Florencia Calvente

Asociado Senior de Producción
Sol Vivero

© 2020 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 CONSTITUYEN LAS 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 INVESTORS SERVICE 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 DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S INVESTORS SERVICE 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, 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 2.700.000 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, 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 JPY250.000.000, aproximadamente.

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