

## OPINIÓN CREDITICIA

# Sinaloa, Estado de

Actualización Anual de la Opinión Crediticia

### Calificaciones:

RESUMEN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	1
DETALLE DE LOS FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN	3
EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	3
CONSIDERACIONES DE APOYO EXTRAORDINARIO	5
RESULTADOS DE LA MATRIZ DE EVALUACIÓN DEL RIESGO CREDITICIO BASE	5
METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN Y MATRIZ DE FACTORES	6
CALIFICACIONES	7

### Contactos:

MÉXICO	+52.55.1253.5700
Roxana Muñoz	+52.55.1253.5721
<i>Assistant Vice President - Analyst</i>	
roxana.munoz@moodys.com	
Nuvia Martinez	+52.55.1555.5309
<i>Associate Analyst</i>	
nuvia.martinezreyes@moodys.com	
NUEVA YORK	+1.212.553.1653
Alejandro Olivo	+1.212.553.3837
<i>Associate Managing Director</i>	
alejandrolivoo@moodys.com	
LONDRES	+44.20.7772.5566
David Rubinoff	+44.20.7772.1398
<i>Managing Director - Sub Sovereigns</i>	
david.rubinoff@moodys.com	

Esta Opinión Crediticia proporciona una discusión detallada de las calificaciones del estado de Sinaloa, y debe ser acompañada de la información de calificaciones disponible en la página de Internet de Moody's. [Haz clic aquí para el enlace.](#)

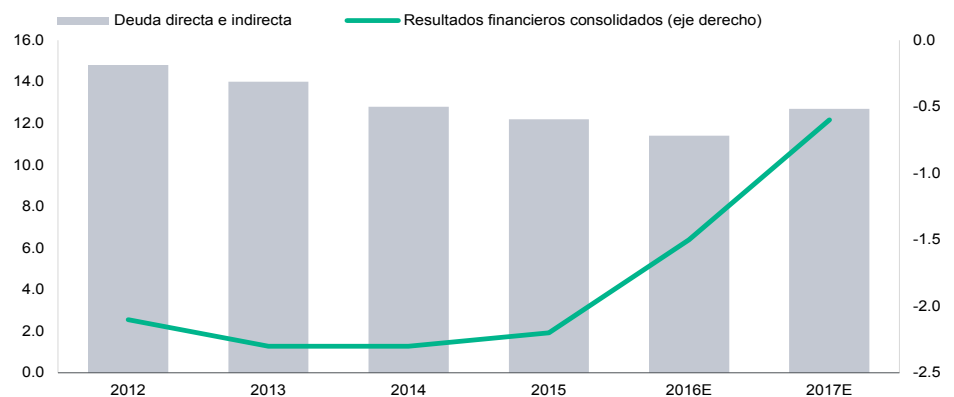
## Resumen de los Fundamentos de la Calificación

Las calificaciones de emisor de A1.mx (Escala Nacional de México) y Ba1 (Escala Global, moneda local) asignadas al Estado de Sinaloa reflejan bajos niveles de endeudamiento y el registro de déficits financieros moderados. La deuda directa e indirecta neta fue relativamente baja, equivalente a 11.4% del total de los ingresos en 2016 y los déficits financieros promediaron -2.1% del total de los ingresos entre 2012 y 2016.

Las calificaciones también toman en cuenta una posición de liquidez ajustada y altos pasivos por pensiones. En 2016, la razón de capital de trabajo neto equivalió a -7.3% del gasto de capital, un indicador que compara desfavorablemente con sus pares en calificación Ba1. Cabe mencionar que el estado realizó a inicios de este año, reformas para reducir sus pasivos de pensiones no fondeados, así como para aumentar la recaudación de impuestos y contener el gasto, por lo que estimamos que los déficits financieros sean menores en 2017.

GRÁFICA 1

### Sinaloa: déficits moderados acompañados de niveles de deuda manejables 1/



1/ Deuda directa e indirecta sobre ingresos totales. Déficits consolidados medidos sobre ingresos totales.

Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de Sinaloa

## Comparación entre Emisores Nacionales

El Estado de Sinaloa tiene una calificación que se sitúa en la parte media alta de los estados calificados en México, cuyas calificaciones se distribuyen entre Caa1 y Baa1 en Escala Global. La posición del Estado de Sinaloa respecto a sus pares nacionales refleja un nivel de ingresos propios levemente superior al de los estados mexicanos con calificaciones Ba1 y niveles de deuda inferiores a la mediana, lo cual es compensado por niveles de liquidez inferiores a la mediana.

### Fortalezas Crediticias

- » Bajos niveles de endeudamiento
- » Moderados déficits financieros
- » Base de ingresos propios productiva

### Retos Crediticios

- » Ajustada posición de liquidez
- » Elevados pasivos por pensiones sin fondear

### Perspectiva de la Calificación

La perspectiva de las calificaciones es negativa, en línea con la perspectiva de la calificación de los bonos soberanos de México (A3, negativa).

### Acontecimientos Recientes

El 28 de abril, Moody's afirmó las calificaciones de Ba1/A1.mx, perspectiva negativa, del estado de Sinaloa. Esta acción siguió a la acción de calificación del 27 de abril en la que la agencia afirmó la calificación de A3, perspectiva negativa, de los bonos soberanos de México.

### Factores que Podrían Cambiar la Calificación al Alza

- » Una mejora sustancial en la posición de liquidez.
- » Un avance adicional en la disminución de los pasivos por pensiones.

### Factores que Podrían Cambiar la Calificación a la Baja

- » Una baja en la calificación de los bonos soberanos de México.
- » Un mayor deterioro de la ya ajustada posición de liquidez.
- » Un debilitamiento en la disciplina financiera que aumente la magnitud de los déficits financieros.

### Indicadores Clave

GRÁFICA 2

#### Estado de Sinaloa

(Al 31/12)	2012	2013	2014	2015	2016
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	14.8	14.0	11.5	10.2	11.4
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%) <sup>[2]</sup>	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(1.4)
Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales (%)	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(1.4)
Gastos de Capital / Egresos Totales (%)	10.8	13.6	9.1	6.2	4.7
Ingresos Propios Discrecionales / Ingresos Operativos (%) <sup>[1]</sup>	8.4	7.5	7.4	7.6	8.3
PIB per Cápita / Promedio Nacional (%)	83.3	84.5	84.6	88.9	-

[1] A lo largo de esta publicación, el denominador para esta razón corresponde a Ingresos Totales

[2] A lo largo de esta publicación, esta razón corresponde al Superávit (déficit) Financiero / Ingresos Totales

Fuente: Moody's Investors Service, estados financieros del Estado de Sinaloa

la información de la acción de calificación de crédito más actualizada e historial de calificación.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación de crédito. Para cualquier calificación crediticia hace referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor / entidad en [www.moodys.com](http://www.moodys.com) para consultar la información de la acción de calificación de crédito más actualizada e historial de calificación.

## Detalle de los Fundamentos de la Calificación

La calificación asignada al Estado de Sinaloa combina 1) la evaluación del riesgo crediticio base (BCA por sus siglas en inglés) del estado de ba1 y 2) la probabilidad de apoyo extraordinario proveniente del gobierno federal (A3, negativa) en caso que la entidad enfrente una aguda situación de estrés de liquidez.

## Evaluación del Riesgo Crediticio Base

### Base De Ingresos Propios Productiva

En 2016, los ingresos propios crecieron 13%, levemente por encima del CAGR de 12% de los últimos 3 años, impulsado por mayores esfuerzos para aumentar la recaudación de impuestos. El estado tiene un nivel de ingresos propios respecto a los ingresos totales de 8.3%, el cual se ubica arriba la mediana de los estados mexicanos calificados por Moody's.

Para lograrlo, Sinaloa ha implementado una reforma del impuesto sobre nóminas para hacer una transición de un impuesto único de 1.5% a una escala progresiva de 2.4-3%, lo que el estado estima va a impulsar un aumento importante en la recaudación. En los primeros cuatro meses, este impuesto aumentó 38% respecto el mismo periodo del año anterior. También el estado ha creado nuevos impuestos sobre casinos y casas de empeño. Estimamos que estos esfuerzos pueden mantener el alto crecimiento de los ingresos propios en 2017 y 2018.

El estado tiene varios proyectos estratégicos en los sectores industrial y gasífero, que pretenden impulsar la actividad económica en el mediano plazo. Estos proyectos incluyen la construcción de una red de gas natural y la modernización de los puertos de Mazatlán y Topolobampo como plataformas logísticas del noroeste. La conclusión de estos proyectos apoyarían también un mayor crecimiento de los ingresos propios del estado en el mediano plazo.

### Moderados Déficits Financieros

El Estado de Sinaloa ha registrado déficits financieros moderados, los cuales han promediado -2.1% de los ingresos totales en el periodo 2012-16. Pero durante el último año, gracias a una contención en el gasto corriente, en particular en servicios personales, y también a una caída en la inversión en obra pública, el estado logró reducir su déficit a -1.4%, ligeramente por debajo de la tendencia histórica. El estado ha implementado un plan de disciplina en el gasto en 2017, el cual establece reducciones adicionales en servicios personales y materiales, entre otras iniciativas. En los primeros 5 meses de 2017, el gasto corriente cayó 23% respecto al mismo periodo del año anterior. Gracias a los ajustes en el gasto como en los ingresos propios, es probable que el déficit financiero siga disminuyendo en 2017 y 2018. Estimamos que el déficit sería bajo y equivalente a 0.6% de los ingresos totales en el año en curso y de 0.3% en 2018.

El estado ha indicado que el gasto de capital va a aumentar en los próximos meses, en inversión en carreteras, infraestructura urbana y otros proyectos. Nuestras estimaciones sobre el resultado financiero contemplan este aumento, sin embargo si el gasto de capital alcanza los niveles observados en años anteriores, esto pudiera revertir la tendencia observada en los últimos 18 meses.

### Bajos Niveles De Endeudamiento

El estado ha mantenido bajos niveles de endeudamiento: la deuda directa e indirecta neta de Sinaloa fue equivalente a 11.4% de los ingresos totales en 2016. Al cierre del año, la deuda directa del estado estaba compuesta de créditos bancarios comerciales por un monto total de MXN 4,768 millones y un saldo total de MXN 485 millones de deuda bajo el Programa de Financiamiento para la Infraestructura y Seguridad Pública de los Estados (PROFISE) del gobierno federal. Bajo este programa, Sinaloa pagará intereses afectando un porcentaje de sus ingresos por participaciones a un fideicomiso. El principal será pagado con

un bono con cupón cero emitido por el gobierno federal. Moody's no considera estas obligaciones en el cálculo de la deuda directa e indirecta neta debido a que Sinaloa no paga el principal. Sin embargo, sumamos los pagos de intereses en el cálculo del servicio de la deuda.

Moody's también incluye en sus indicadores de deuda directa e indirecta neta el monto recibido como resultado de la potenciación del Fondo de Aportaciones Múltiples. Si bien el monto potenciado del FAM se entrega a un organismo responsable de la infraestructura física educativa (INFE) en cada entidad federativa, Moody's considera que el estado tiene una obligación de pago al comprometer, a través de un convenio, el 25% de sus ingresos futuros del FAM. Asimismo, una vez que se lleve a cabo la recepción formal de los activos beneficiados, la entidad federativa lo registrará como parte de sus activos. En el caso de Sinaloa, el monto recibido durante 2016 fue de aproximadamente MXN 33 millones. Moody's espera que durante 2017, dicho monto incremente como resultado de emisiones adicionales que podrían llegar a ser hasta por MXN 40,000 millones para todas las entidades federativas.

La administración no tiene intención de contratar deuda adicional y no cuenta con créditos de corto plazo. Para 2017, estimamos que la deuda directa del estado representará 10.7% de los ingresos totales. El servicio de la deuda consumió 0.8% de los ingresos totales en 2016, y Moody's estima que los pagos de servicio de la deuda se mantengan cerca de este nivel en 2017, un monto manejable.

#### Ajustada Posición De Liquidez

La liquidez de Sinaloa ha sido ajustada y ha disminuido en los últimos años debido al registro de déficits financieros. El capital de trabajo neto (activo circulante menos pasivo circulante) como porcentaje de los gastos totales bajó a -7.3% en 2016, versus -5.4% el año anterior. La disminución de la posición de liquidez se debió principalmente a un aumento de las cuentas por pagar. Al cierre de 2016, el efectivo representó 0.3 veces de los pasivos circulantes, un nivel bajo. Esta métrica se mantuvo estable el año pasado, pero ha deteriorado desde 2013, cuando se ubicó en 0.9 veces. También cabe mencionar que el efectivo que el estado mantiene actualmente está en gran parte etiquetado. No esperamos que haya un mayor deterioro en la liquidez debido a que estimamos que el resultado financiero en 2017 se acerque al equilibrio. Sin embargo, si la liquidez bajara aún más podría haber presión a la baja, ya que el estado tiene una limitada capacidad para absorber choques imprevistos.

#### Elevados Pasivos Por Pensiones Sin Fondear

En términos del pasivo de pensiones, el ISSSTESIN es el organismo estatal que administra el sistema de pensiones de los maestros mientras que las pensiones del resto de los empleados del estado son administradas por el IPES (Instituto de Pensiones del Estado de Sinaloa).

El total del pasivo de pensiones no fondeadas de las dos instituciones se estimó en MXN 79,200 millones o 211% de los ingresos totales de 2013, lo cual es un nivel muy elevado. Según estudios actuariales independientes más recientes, en 2015 el pasivo de pensiones no fondeado del ISSSTESIN fue de MXN 79,858 millones, mientras que otro estudio de 2014 para el IPES estimó el pasivo de pensiones no fondeadas en MXN 10,845 millones. Ambos estudios fueron realizados utilizando una tasa de descuento de 3.5%.

Las contribuciones anuales adicionales del estado para el sistema de pensiones son equivalentes a alrededor de 2% de los ingresos totales. El elevado pasivo de pensiones no fondeadas constituye un factor crediticio negativo para el estado. El estado ha implementado reformas en los últimos años para reducir estos pasivos, y en enero 2017 el congreso estatal aprobó un aumento en la cuota que los nuevos trabajadores que ingresan en el IPES aportan de su salario. No se cuenta actualmente con un estudio que evalúe el impacto en el pasivo, pero estas medidas limitarán parcialmente la acumulación de pasivos de pensiones en el futuro y darán mayor certidumbre sobre las contribuciones anuales.

## Consideraciones de Apoyo Extraordinario

Moody's asigna una baja probabilidad de que el gobierno federal tome acciones para prevenir un incumplimiento por parte del Estado de Sinaloa. La baja probabilidad refleja la apreciación de Moody's de las medidas que ha tomado el ejecutivo federal para impulsar la autonomía y responsabilidad fiscal de los estados.

## Resultados de la Matriz de Evaluación del Riesgo Crediticio Base

En el caso de Sinaloa, la matriz BCA, genera una BCA estimada de baa3, cercana a la BCA de ba1 asignada por el comité de calificación.

El BCA generado por la matriz de baa3 refleja (1) el riesgo idiosincrásico de 5 (que se presenta a continuación), en una escala del 1 al 9, donde 1 representa la calidad crediticia más fuerte y 9 la más débil; y (2) el riesgo sistémico de A3, como lo refleja la calificación de deuda soberana (A3, negativa).

El scorecard de riesgo idiosincrásico y la matriz BCA, que generan un estimado de las evaluaciones del riesgo crediticio base a partir de un conjunto de indicadores crediticios cualitativos y cuantitativos, son herramientas utilizadas por el comité de calificación para evaluar la calidad crediticia de gobiernos locales y regionales. Los indicadores crediticios capturados en estas herramientas generan una buena medición estadística de la fortaleza crediticia individual y, en general, se espera que los emisores con BCAs sugeridas por el scorecard más altas, obtengan también las calificaciones más altas. No obstante, las BCAs sugeridas por el scorecard no sustituyen los juicios del comité de calificación con respecto a la evaluación del riesgo crediticio base individual y el scorecard no es una matriz para asignar o cambiar automáticamente estas evaluaciones. Los resultados del scorecard tienen limitaciones en el sentido de que son con vista al pasado, al utilizar información histórica, mientras que nuestras evaluaciones son opiniones de la fortaleza crediticia con vista al futuro. Concomitantemente, el limitado número de variables que se incluyen en estas herramientas no puede capturar la extensión y profundidad de nuestro análisis de crédito.

## Metodología de Calificación y Matriz de Factores

La principal metodología utilizada en esta calificación es Gobiernos Locales y Regionales publicada en enero 2013. Favor de entrar a la página de Metodologías en [www.moody.com.mx](http://www.moody.com.mx) para obtener una copia de la misma.

GRÁFICA 3

### Estado de Sinaloa

Scorecard – 2015	Puntuación	Valor	Ponderación de Sub-Factores	Total de Sub-Factores	Ponderación de Factores	Total
<b>Factor 1: Fundamentos Económicos</b>						
PIB regional per Cápita / PIB nacional per Cápita (%)	7	87.04	70%	6.4	20%	1.28
Volatilidad Económica	5		30%			
<b>Factor 2: Marco Institucional</b>						
Marco Legislativo	5		50%	7	20%	1.4
Flexibilidad Financiera	9		50%			
<b>Factor 3: Desempeño Financiero y Perfil de Deuda</b>						
Balance Operativo Bruto / Ingresos Operativos (%)	7	-2.24	12.5%	2.75	30%	1.24
Pago de Intereses / Ingresos Operativos (%)	1	0.61	12.5%			
Manejo de Efectivo y Liquidez	5		25%			
Deuda Directa e Indirecta Neta / Ingresos Operativos (%)	1	12.20	25%			
Deuda Directa a Corto Plazo / Deuda Directa Total (%)	1	4.00	25%			
<b>Factor 4: Políticas de Gobierno y Administración- MAX</b>						
Controles de riesgo y administración financiera	5			9	30%	2.70
Gestión de Inversiones y Deuda	5					
Transparencia y Revelación	1					
<b>Riesgo Idiosincrático Estimado Puntaje</b>						5.01(5)
<b>Evaluación de Riesgo Sistémico</b>						A3
<b>BCA Estimada</b>						baa3

Fuente: Moody's Investors Service

## Calificaciones

GRÁFICA 4

### Sinaloa, Estado de

Categoría	Calificación de Moody's
Perspectiva	Negativa
<b>Calificaciones al Emisor</b>	
Escala Nacional de México	A1.mx
Escala Global, Moneda Local	Ba1

### Calificaciones de Deuda

Acceptor	Monto Original (MXN Millones)	Calificación Escala Global, Moneda Local	Calificación Escala Nacional De México
Banamex	500	Baa1	Aa1.mx
BBVA Bancomer	422	Baa1	Aa1.mx
BBVA Bancomer	339	Baa1	Aa1.mx
Banorte	1,339	Baa1	Aa1.mx

Fuente: Moody's Investors Service

Número de Reporte: 196059 / 1078600

**Autor**  
Roxana Muñoz

**Asociado de Producción**  
Eri Watanabe

© 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 VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACIÓN ("PUBLICACIONES DE MOODY'S") PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O VALORES DE DEUDA O TÍTULOS VALORES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD PUEDA NO ASUMIR LAS OBLIGACIONES CONTRACTUALES O FINANCIERAS A SU VENCIMIENTO ASÍ COMO CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO ABORDAN OTROS RIESGOS, INCLUYENDO PERO NO LIMITADO: RIESGOS DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DEL PRECIO. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUYENDO LAS PUBLICACIONES NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PUEDEN ASIMISMO INCLUIR VALORACIONES BASADAS EN MODELOS CUANTITATIVOS DE RIESGO DE CRÉDITOS Y OPINIONES RELACIONADAS O COMENTARIOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O EN INVERSIONES, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS PUBLICACIONES MOODY'S NO SON NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O TENER CIERTOS VALORES. NINGUNA CALIFICACIÓN CREDITICIA NI UNA PUBLICACIÓN DE MOODY'S COMENTAN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR ESPECÍFICO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA LAS PUBLICACIONES CON LA EXPECTACIÓN Y ENTENDIMIENTO QUE CADA INVERSOR HARÁ, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DE CADA VALOR QUE SE CONSIDERE PARA SU COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y SUS PUBLICACIONES NO ESTÁN DIRIGIDAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO PARA LOS MINORISTAS QUE USEN ESTAS CALIFICACIONES CREDITICIAS O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S EN SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. SI SE ENCUENTRA EN DUDA, DEBE CONTACTAR CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO A MODO DE EJEMPLO, LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NADA DE DICHA INFORMACIÓN PUEDE SER COPIADA O REPRODUCIDA, REPLANTEADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIVULGADA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ALMACENADA PARA USO POSTERIOR PARA CUALQUIER PROPÓSITO, EN TODO O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE MOODY'S.

Toda la información aquí contenida es obtenida por MOODY'S de fuentes correctas y fiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de errores humanos o mecánicos así como por otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO CORRESPONDA" sin ningún tipo de garantía.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que usa en la asignación de una calificación crediticia sea de calidad suficiente y de fuentes que MOODY'S considera fiables incluyendo, cuando sea apropiado, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, MOODY'S no es una firma de auditores y no puede en todas las instancias verificar o validar información recibida en el proceso de calificación o en la preparación de las Publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida indirecta, especial, consecencial o incidental o cualesquiera daños que deriven de o en relación con la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para utilizar dicha información, incluso si MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores o proveedores es informado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo pero no limitado a: (a) cualquier pérdida de beneficios presentes o potenciales o (b) cualquier pérdida o daño que derive donde el instrumento financiero correspondiente no sea el sujeto de un rating crediticio específico por MOODY'S.

Hasta el límite permitido por la ley, MOODY'S y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores exoneran de responsabilidad por cualquier pérdida directa o compensatoria o daños causados a cualquier persona o entidad, incluyendo pero no limitado a por cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, mala conducta deliberada o cualquier otro tipo de responsabilidad que, para evitar cualquier duda, por ley no puede ser excluida) en parte de, o cualquier contingencia en el ámbito o fuera del control de MOODY'S o cualquier de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representativos, licenciadores y proveedores que proceda de o en relación a la información aquí contenida o el uso de o incapacidad para el uso de dicha información.

NINGUNA GARANTÍA, EXPRESA O IMPLÍCITA, EN CUANTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, PLENITUD, COMERCIABILIDAD O ADECUACIÓN PARA CUALQUIER USO ESPECÍFICO DE DICHA CALIFICACIÓN U OTRA OPINIÓN O INFORMACIÓN ES OTORGADA O LLEVADA A CABO POR MOODY'S EN CUALESQUIERA FORMAS.

Moody's Investors Service, Inc, agencia de calificación crediticia, propiedad en su totalidad de Moody's Corporation ("MCO"), aquí expone que la mayoría de los emisores de valores de deuda (incluyendo bonos corporativos o municipales, obligaciones, notas y pagarés) y capital preferente valorado por Moody's Investors Service, Inc. tienen, previo a la asignación de cualquier rating, acordado pagar a Moody's Investors Service, Inc. por los servicios de valoración y calificación prestados por sus honorarios entre 1.500\$ y 2.500.000\$ aproximadamente. MCO y MIS asimismo mantienen políticas y procedimientos dirigidos a la independencia de los ratings de MIS y procedimientos de calificación. La información sobre ciertas afiliaciones que puedan existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen calificaciones de MIS y asimismo tienen presentado al SEC una participación accionarial de más del 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com) bajo el título "Relaciones de Inversores -- Gobierno Corporativo-- Política de afiliación de directores y socios"

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. ("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 se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de 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 FSA Comisionado (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, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de valoración y calificación unos honorarios que oscilan entre los JPY200.000 y aproximadamente los JPY350.000.000.

MJKK y MSFJ asimismo mantienen políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.