

INFORME DE CALIFICACIÓN

Compañía Cooperativa de Seguros Surco

Uruguay

Tabla de Contenidos:

| | |
|--|---|
| CALIFICACIONES ASIGNADAS* | 1 |
| PRINCIPALES INDICADORES | 1 |
| RESUMEN DEL FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN | 2 |
| FACTOR 1 - POSICIÓN DE MERCADO, MARCA Y DISTRIBUCIÓN: Ba | 3 |
| FACTOR 2 - RIESGO Y DIVERSIFICACIÓN DE PRODUCTOS: A | 4 |
| FACTOR 3 - CALIDAD DE LOS ACTIVOS: Baa | 4 |
| FACTOR 4 - ADECUACIÓN DEL CAPITAL: Baa | 5 |
| FACTOR 5 - RENTABILIDAD: Ba | 5 |
| FACTOR 6 - ADECUACIÓN DE LAS RESERVAS: B | 5 |
| FACTOR 7 - FLEXIBILIDAD FINANCIERA: Baa | 6 |
| FACTOR 8 - AMBIENTE OPERATIVO: Baa | 6 |
| OTRAS CONSIDERACIONES SOBRE LAS CALIFICACIONES | 6 |
| CALIFICACIONES DE FORTALEZA FINANCIERA EN LA ESCALA GLOBAL EN MONEDA LOCAL Y EN LA ESCALA NACIONAL | 6 |
| PLANILLA ANALÍTICA DE FORTALEZA FINANCIERA | 8 |
| INFORMACIÓN COMPLEMENTARIA | 9 |

Principal

BUENOS AIRES +54.11.5129.2600

Alejandro Pavlov +54.11.5129.2629
Vice President - Senior Analyst
alejandropavlov@moodys.com

Contacto:

Diego Nemirovsky +54.11.5129.2627
Vice President - Senior Credit Officer
diego.nemirovsky@moodys.com

Sitios Web

www.moodys.com



Calificaciones Asignadas*

| | Calificación Escala Nacional | Calificación Escala Global Moneda Local | Perspectiva |
|----------------------------|------------------------------|---|----------------|
| Calificación Actual | Baa2.uy | Ba3 | Estable |
| Calificación Anterior | A1.uy | Ba3 | Estable |

Principales Indicadores

| | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Reportado (Millones de pesos uruguayos) | | | | | |
| Activos Total | 1.328 | 1.145 | 988 | 854 | 759 |
| Patrimonio Neto | 177 | 147 | 127 | 107 | 103 |
| Resultado Neto | 22 | 10 | 19 | 14 | 7 |
| Primas Brutas Emitidas | 597 | 542 | 486 | 438 | 362 |
| Primas de Seguros de Vida Emitidas | 261 | 214 | 192 | 195 | 165 |
| Primas de Seguros No-vida Emitidas | 340 | 333 | 297 | 246 | 199 |
| Primas Netas Emitidas | 444 | 379 | 315 | 281 | 231 |
| Indicadores Ajustados | | | | | |
| Activos de Alto Riesgo % Patrimonio Neto | 53,1% | 30,1% | 33,4% | 502,3% | 460,9% |
| Créditos con Reaseguradores sobre Patrimonio Neto | 84,3% | 126,4% | 101,8% | 143,2% | 114,9% |
| Activos Intangibles % Patrimonio Neto | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Patrimonio neto % Activos Totales | 12,1% | 11,7% | 12,0% | 6,0% | 7,1% |
| Retorno sobre el Capital (anual) | 13,1% | 7,0% | 15,8% | 13,4% | NA |
| Ratio de Sharpe del Retorno sobre Capital (promedio 5 años) | NA | NA | NA | NA | NA |
| % Desarrollo de reservas de siniestros | - | - | - | - | - |
| Apalancamiento Financiero Ajustado | 1,7% | 1,6% | 2,2% | 1,4% | 1,5% |
| Apalancamiento Total | 1,7% | 1,6% | 2,2% | 1,4% | 1,5% |
| Cobertura de intereses financieros con ganancias (1año) | 109,8x | 75,3x | 126,2x | 197,9x | 84,3x |
| Cobertura de intereses financieros con flujo de fondos (1año) | NA | NA | NA | NA | NA |

[1] Información basada en estados financieros auditados bajo normas locales al cierre fiscal 31 de diciembre.

Resumen del fundamento de la calificación

Las calificaciones de fortaleza financiera Ba3 en escala global, moneda local, y de A1.uy en escala nacional correspondientes a Compañía Cooperativa de Seguros Surco (Surco Seguros) consideran reflejan el relativamente bajo riesgo de sus productos de seguros generales, entre los que se destacan el seguro de automotores, el cual es un riesgo atomizado y de alta granularidad. La compañía cuenta con una adecuada diversificación de productos, que además de autos, incluye principalmente seguros de vida, riesgos agrícolas e incendio. Otro aspecto positivo se relaciona a la buena calidad del portafolio de inversiones de la compañía, con una alta concentración en bonos soberanos uruguayos, calificados grado de inversión.

Estas fortalezas están contrarrestadas, no obstante, por varios desafíos que la compañía enfrenta, incluyendo principalmente el descalce de activos y pasivos en su segmento discontinuado de vida previsional, y sus riesgos asociados de longevidad y reinversión, la baja participación de mercado, y la volatilidad e incertidumbre respecto de su adecuación de reservas de siniestros pendientes.

Fortalezas crediticias

- » Bajo riesgo de sus productos de seguros generales.
- » Adecuada diversificación de productos y de canales de distribución.
- » Adecuada calidad de activos, en su mayoría comprendida por activos de grado de inversión.

Debilidades crediticias

- » Riesgo de reinversión de productos de vida previsional con tasas mínimas garantizadas.
- » Baja participación de mercado.
- » Alta concentración de inversiones en bonos soberanos uruguayos, común a todas las aseguradoras del país.
- » Volatilidad e incertidumbre respecto a la adecuación de reservas de siniestros pendientes.

Perspectiva de la calificación

La perspectiva para las calificaciones de Compañía Cooperativa de Seguros Surco es estable.

Foco del Monitoreo

- » Performance de la cartera de rentas vitalicias previsionales en *run-off*.
- » Adecuación de reservas de siniestros.
- » Tendencia del perfil crediticio soberano de Uruguay con relación a su alta concentración de inversiones.

Qué factores podrían modificar las calificaciones hacia ARRIBA

- » Una mejora significativa y sostenida en la adecuación de reservas de siniestros pendientes.
- » Un incremento considerable en su participación de mercado, acompañado de rentabilidad.
- » Mejora sostenida del desempeño técnico de la compañía, con ratios combinados para los segmentos de seguros generales sostenidamente por debajo de 100%.
- » Mejora de los ratios de rentabilidad (p. ej., retorno sobre el capital sostenidamente mayor al 15%).

Qué factores podrían modificar las calificaciones hacia ABAJO

- » Deterioro significativo de la calidad crediticia de sus inversiones.
- » Pérdidas técnicas sostenidas en sus productos de seguros generales, con ratios combinados por encima de 105% en forma sostenida.
- » Una caída de su adecuación de capital (p. ej., ratio de patrimonio neto sobre activos totales sostenidamente por debajo de 8x)
- » Reducción considerable de su participación de mercado.

Desarrollos Recientes

El nueve de mayo de 2016, Moody's Investors Service ha publicado su metodología actualizada titulada: "Correspondencia entre calificaciones en escala nacional y calificaciones en escala global". La metodología actualizada introduce lineamientos específicos para el diseño de nuevas correspondencias de calificaciones en escala nacional, que son derivadas de las calificaciones en escala global. Como resultado, la calificación en escala nacional de la compañía ha sido repositionada en el nivel de Baa2.uy.

Consideraciones específicas de la calificación

Moody's asigna una calificación de fortaleza financiera de Ba3 a Surco Seguros, la cual se ubica en línea con el perfil crediticio intrínseco de la compañía reflejado en la Planilla de Fortaleza Financiera.

Fortaleza Financiera

Entre los principales factores que actualmente están influenciando las calificaciones y la perspectiva se encuentran los siguientes:

Factor 1 - Posición de mercado y marca: B

Baja participación de mercado general, aunque con fuerte participación en el ramo de seguros agrícolas

Surco Seguros es una aseguradora de mediana escala dentro del mercado uruguayo de seguros. Presenta un 1% de participación en base a primas netas de reaseguro dentro del segmento de seguros generales y algo mayor (2%) en los ramos de vida, aunque excluyendo el importante ramo vida previsional dicha participación del 2% ascendería al 5%. La presencia de Surco en Seguros Agrícolas se destaca fuertemente, ubicándose en segunda posición, con un 12% de participación en base a primas netas.

En términos del reconocimiento de su marca, si bien la compañía se encuentra posicionada séptima de quince compañías en base a primas brutas al 31 de diciembre de 2015, Surco cuenta con más de 20 años de presencia en el mercado, por lo que el reconocimiento de la marca Surco es considerable. Con respecto al nivel de eficiencia con el que opera, su indicador de gastos fue del 55% al 31 de diciembre del 2015 el cual es mayor al expuesto al cierre del año fiscal anterior donde se encontraba en un 47%; la menor escala de operaciones de la compañía relativa a otras entidades de mayor tamaño imponen una presión sobre los gastos fijos de la compañía. En síntesis, la evaluación de este factor de calificación considera tanto el posicionamiento débil de la compañía dentro del país como la moderada escala de ese mercado en el contexto regional e internacional más amplio y por ello su evaluación final es en nivel B.



Factor 2 – Distribución: Ba

Adecuada Distribución y Control sobre sus Canales de Comercialización

La compañía cuenta con una diversificación de canales de venta adecuada, empleando tres canales principales de distribución constituidos por corredores independientes (39% de la producción), corredores fidelizados (15%) y un tercer canal constituido por empresas o cooperativas (47%) que actúan como intermediarios de seguros. Si bien la compañía utiliza estos canales alineados con su estrategia, nuestra evaluación final de Ba para este factor considera que el control que Surco puede ejercer sobre los mismos se encuentra en cierta medida limitado por su baja presencia de mercado.

Factor 3 - Riesgo y diversificación de productos: Ba

Cartera de negocios balanceada por ramos; productos de vida con tasas garantizadas presentan riesgos de reinversión

Moody's considera que Surco presenta una cartera de seguros diversificada en los dos grandes segmentos del mercado: vida y no-vida. Los ramos de seguros generales representan el 44% de la producción neta de reaseguros de la compañía al 31 de diciembre de 2015, de los cuales un 5% corresponde al ramo incendio, un 11% al ramo rurales y un 28% al ramo automotores. Por el lado de los ramos de vida, ellos representaron un 56% de la producción, predominando dentro de ellos coberturas de vida colectivo obligatorio y voluntario. En general, estos productos revisten un perfil de riesgo relativamente bajo; en especial el ramo automotores, con características de alta granularidad y dispersión de riesgos, y vida colectivo, con productos de protección pura y en general de corto plazo. El riesgo de los ramos rurales e incendio es mayor, ya que en el primer caso existe mayor exposición a siniestros de baja frecuencia y alta intensidad, mientras que en el segundo caso la exposición a riesgos climáticos puede impactar con cierta severidad los resultados de la compañía.

La administración de rentas vitalicias previsionales en *run-off* constituye el 35% de las reservas de la compañía, y conlleva un riesgo significativo de descalce de moneda, ya que estos pasivos ajustan por la Unidad Reajutable, mientras que la oferta de activos con esas características es muy limitada. Otros desafíos prevenientes de esta cartera se vinculan a al riesgo de longevidad, y a las tasas mínimas garantizadas otorgadas a los rentistas, con el correspondiente riesgo de reinversión. En función de estas consideraciones se disminuye la calificación de este factor de calificación a un nivel Ba desde el nivel Baa indicada por la metodología de calificación global sin ajustar.

Factor 4 - Calidad de los activos: Baa

Alta concentración en bonos soberanos de Uruguay con alguna exposición a saldos con reaseguradores

Al igual que la mayoría de sus competidores en el mercado local, la cartera de inversiones del Surco se halla concentrada en instrumentos de renta fija emitidos por el Estado Uruguayo, calificados en Baa2, representando un 78% del total de sus activos invertidos al 31 de diciembre de 2015. Sin embargo también posee inversiones en otros instrumentos entre los que se encuentran depósitos a plazo bancarios locales, depósitos en bancos del exterior y bonos de grado de inversión de gobiernos extranjeros.

La exposición de Surco a activos considerados de alto riesgo representó a la fecha de cierre del último ejercicio el 53% de su patrimonio. Por otra parte, Surco no presenta activos intangibles en su balance y su

exposición a saldos con reaseguradoras se encuentra en un adecuado 84,3%; estos saldos se asocian a grandes reaseguradoras internacionales de sólida calidad crediticia. Teniendo en cuenta la concentración de las inversiones en bonos soberanos locales y depósitos bancarios calificados en el nivel Baa, hemos ajustado hacia abajo este factor a Baa, desde el nivel Aa indicado por los indicadores globales no ajustados.

Factor 5 - Adecuación del Capital: Ba

Apalancamiento moderado y menor superávit regulatorio al promedio de mercado

El indicador de patrimonio neto sobre activos totales indica un sólido nivel de capitalización para la compañía; el mismo ha promediado el 9,8% en los últimos cinco años, siendo de 12,1% al 31 de diciembre de 2015. Sin embargo, al medir este nivel de capitalización ajustado por los riesgos de inversiones -con alta concentración a bonos locales- y de productos -con alta exposición a riesgos de calce y reinversión-, nuestra evaluación del nivel de capitalización es sensiblemente menor. A su vez, cabe destacar que el Surco presentó un exceso sobre el capital mínimo requerido por el regulador del 57%, el cual se encuentra por debajo del promedio de mercado. Hemos entonces movido este indicador hacia abajo a al nivel de Ba desde la calificación de Aaa sin ajustar indicada por la Planilla Analítica de Fortaleza Financiera.

Factor 6 - Rentabilidad: Ba

Adecuados retornos de inversiones complementados con cierta utilidad técnica

Surco presentó resultados técnicos positivos en tres de los últimos cinco ejercicios, aunque la rentabilidad final de la cooperativa fue en todos esos años positiva gracias a sus mejores resultados en términos de inversiones. En cuanto al indicador combinado de la compañía el mismo ha promediado el 101% en los últimos cinco años. El retorno sobre el capital promedio de los últimos cinco años fue del 11,2% siendo del 13,1% al 31 de diciembre del 2015. Dado el posible impacto negativo de los descalces presentes en el ramo vida previsional, hemos ajustado este factor de calificación hasta el nivel Ba, desde el nivel de Aaa indicado por los factores sin ajustar de la Planilla Analítica de Fortaleza Financiera.

Factor 7 - Liquidez y Gestión de Activos y Pasivos: B

Descalce técnico compensa la liquidez de la compañía

El indicador de activos líquidos como proporción de las obligaciones exigibles a corto plazo fue de un valor del 1,3 veces, lo cual sugiere una adecuada capacidad para enfrentar los compromisos exigibles a corto plazo. Sin embargo, la administración del producto de rentas vitalicias en *run-off* expone a la compañía a una diversidad de riesgos, entre ellos a un significativo descalce de moneda, y exposición a descalce de tasas y duración. Atenuando estas consideraciones negativas, es importante mencionar que este producto consiste en el pago de rentas vitalicias, y que las reservas que las respaldan no son susceptibles de ser rescatadas, por lo que no existe un riesgo de liquidez originado en un rescate masivo de pólizas. Debido a la situación descrita en el ramo de vida previsional y al alto peso de las reservas de dicho ramo, la evaluación de este factor se reduce significativamente a un nivel de B.

Factor 8 - Adecuación de las Reservas: B

Incertidumbre y volatilidad en el nivel requerido de reservas

El desarrollo de reservas de siniestros pendientes de los ramos generales del Surco Seguros han mostrado un desarrollo adverso en muchos de los ramos, especialmente en los ramos de automotores y agro. Si bien la baja exposición a litigios es un factor positivo, entendemos que la adecuación de reservas de la compañía es

débil, y que en virtud del desarrollo observado, la calificación para este factor se encuentra en línea con un nivel de B.

Factor 9 - Flexibilidad Financiera: Ba

Limitada por el escaso desarrollo de los mercados de capitales uruguayos

Si bien el Surco Seguros no tiene deuda financiera en su balance, lo cual sugeriría una alta flexibilidad financiera, esta última está limitada en última instancia por la categoría de calificación de bonos en moneda local de Uruguay, como una referencia que pretende reflejar el grado relativamente bajo de desarrollo de los mercados de capitales en el país. Consideramos que la falta de desarrollo de los mercados de capitales uruguayos podría conducir a una flexibilidad financiera limitada, lo que restringe la capacidad de la empresa para incrementar su deuda y capital por sus propios medios en caso de necesidades de capital.

Factor 10 - Ambiente Operativo: Baa

Marco institucional estable en Uruguay, mitigado por el bajo nivel de penetración de seguros en la economía nacional

Además de los propios fundamentos de negocio y financieros de la compañía, Moody's considera el ambiente operativo de Uruguay al arribar a nuestra indicación de calificación final para Surco Seguros. Nuestra puntuación general del ambiente operativo de seguros en el nivel de Baa, que tiene una ponderación del 20% en la Planilla Analítica de Fortaleza Financiera, está basada en una puntuación en el rango de A para riesgo sistémico (que refleja la consideración de la evaluación del Grupo de Riesgo Soberano de Moody's de la fortaleza económica del país [Alta -], su fortaleza institucional [Mediana +] y sus susceptibilidad a eventos de riesgo (baja) y una puntuación en el rango de Ba para el desarrollo del mercado de seguros (lo cual refleja una baja penetración de esa industria en la economía del país y también una baja utilización per cápita del seguro, en comparación con otros países alrededor del mundo). En términos generales, en nuestra opinión, el ambiente operativo del país no ejerce influencia sobre el perfil crediticio general de Surco.

Otras consideraciones sobre las calificaciones

Calificaciones de fortaleza financiera en la escala global en moneda local y en la escala nacional

Las Calificaciones en Escala Nacional de Moody's (NSR, por sus siglas en inglés) son medidas relativas de la calidad crediticia entre emisiones y emisores de deuda dentro de un país determinado, lo que permite que los participantes del mercado hagan una mejor diferenciación entre riesgos relativos. Las NSR difieren de las calificaciones en la escala global en el sentido de que no son globalmente comparables contra el universo de entidades calificadas por Moody's, sino únicamente contra otras NSR asignadas a otras emisiones y emisores de deuda dentro del mismo país. Las NSR están identificadas por un modificador de país ".nn" que indica el país al que se refieren, como ".za" en el caso de Sudáfrica. Para mayor información sobre el enfoque de Moody's respecto de las calificaciones en escala nacional, favor de consultar la Metodología de Calificación de Moody's titulada "Correspondencia entre Calificaciones en Escala Nacional y Calificaciones en Escala Global".



La calificación Baa2.uy de fortaleza financiera de seguros en escala nacional de Surco Seguros está basada en la aplicación de la correspondencia para la calificación Ba3 de fortaleza financiera de seguros en escala global, moneda local, para la escala nacional de Uruguay. A nivel de calificación global Ba3, la calificación de Baa2.uy se ubica en el nivel inferior del rango posible para una calificación global igual a Ba3.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Alfonso', written in a cursive style.

Planilla analítica de fortaleza financiera

Factores de Calificación

Compañía Cooperativa de Seguros Surco

| Planilla Analítica de Fortaleza Financiera ^{[1][2]} | Aaa | Aa | A | Baa | Ba | B | Caa | Califi- cación | Califi- cación Ajustada |
|--|--------|----|-------|-----|----|---|-----|-------------------|-------------------------------|
| Perfil de Negocios | | | | | | | | Ba | B |
| Posición de Mercado, Marca y Distribución (16%) | | | | | | | | B | B |
| Ratio de Participación Relativa de Mercado | | | | | | X | | | |
| Distribución (4%) | | | | | | | | Baa | Ba |
| Control de la Distribución | | | | X | | | | | |
| Diversidad de los canales de Distribución | | | | X | | | | | |
| Riesgo y Diversificación de Productos (8%) | | | | | | | | Baa | Ba |
| Riesgo de Producto de Seguros No-vida | | | | X | | | | | |
| Riesgo de Producto de Seguros de Vida | | | | | X | | | | |
| Diversificación de Productos | | | | X | | | | | |
| Diversificación Geográfica | | | | | | X | | | |
| Perfil Financiero | | | | | | | | A | Ba |
| Calidad de los Activos (8%) | | | | | | | | Aa | Baa |
| Activos de Alto Riesgo % Patrimonio Neto | | | 53,1% | | | | | | |
| Créditos con Reaseguradores % Patrimonio Neto | | | 84,3% | | | | | | |
| Activos Intangibles % Patrimonio Neto | 0,0% | | | | | | | | |
| Adecuación del Capital (12%) | | | | | | | | Aaa | Ba |
| Patrimonio Neto % Activos Totales | 12,1% | | | | | | | | |
| Rentabilidad (12%) | | | | | | | | Aaa | Ba |
| Retorno sobre Capital (promedio 5 años) | 12,3% | | | | | | | | |
| Ratio Sharpe del Retorno sobre Capital (promedio 5 años) | | | | | | | | | |
| Liquidez y Gestión de Activos / Pasivos (4%) | | | | | | | | Baa | B |
| Activos Líquidos % Reservas Exigibles | | | | X | | | | | |
| Adecuación de Reservas (4%) | | | | | | | | Caa | B |
| Desarrollo de Reservas de Siniestros (promedio 5 años) | | | | | | | X | | |
| Flexibilidad Financiera (12%) | | | | | | | | Baa | Ba |
| Apalancamiento Financiero Ajustado | 1,7% | | | | | | | | |
| Apalancamiento Total | 1,7% | | | | | | | | |
| Cobertura de intereses financieros con ganancias (promedio 5 años) | 118,7x | | | | | | | | |
| Cobertura de intereses financieros con flujo de fondos (promedio 5 años) | | | | | | | | | |
| Ambiente Operativo | | | | | | | | Baa | Ba |
| Perfil Agregado | | | | | | | | Baa1 | Ba3 |

[1] Información basada en estados financieros auditados bajo normas locales al cierre fiscal 31 de diciembre.

[2] La calificación que surge de la presenta planilla analítica de fortaleza financiera es un componente importante de la calificación publicada de la compañía, reflejando la fortaleza intrínseca de la entidad antes que cualquier otro tipo de consideraciones (discutidas arriba) sean incorporadas en el análisis.

Compañías de Seguros de Vida Globales. Compañías de Seguros Generales Globales

Información complementaria

- » Como última información contable analizada se consideraron los estados contables al 31 de diciembre de 2015.
- » El presente dictamen fue elaborado con fecha de 09 de mayo de 2016, utilizándose la metodología de calificación de Compañías de Seguros de Vida Globales y de Compañías de Seguros Generales Globales.

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'ajbunf', is centered on the page.

© 2016 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, COMERCIALIZACIÓN 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's.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. ("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 se cualificará para ciertos tipos de tratamiento en virtud de 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 FSA Comisionado (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 aproximadamente los JPY350.000.000.

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