

## Las empresas colombianas ante un entorno retador y volátil

5 de octubre de 2022

Este reporte no constituye una acción de calificación

### Conclusiones principales



El dinamismo de la economía colombiana durante el segundo semestre de 2021 y el primer semestre de 2022 les permitió a las empresas recuperar su EBITDA a los niveles anteriores a la pandemia. Esto y una política de endeudamiento prudente les darán margen de maniobrabilidad a los corporativos para enfrentar el ambiente volátil y de incertidumbre que identificamos a mediano plazo.



Las compañías, en especial aquellas con demanda elástica y compromisos de inversión, podrán enfrentar presiones en sus márgenes de rentabilidad y en su apalancamiento por los sobrecostos en su operación (mayor inflación, precios de la energía, devaluación del peso y mayores tasas de interés). Esta situación se agudizaría en 2023 por la desaceleración de la economía y del consumo.



La consistente subida de tasas de interés crea condiciones financieras más restrictivas para los corporativos, en costo y acceso a fuentes de financiamiento. Aunque las empresas que califica BRC Ratings – S&P Global no evidencian vencimientos de corto plazo que presionen su liquidez, el aumento del costo de la deuda podría retrasar algunas decisiones de inversión.



Nuestros escenarios de estrés indican que, en principio, la mayoría de las empresas que calificamos podrán superar las condiciones retadoras que se plantean en el mediano plazo y mantener estables las calificaciones. Sin embargo, un deterioro en las condiciones macroeconómicas o particulares de las industrias frente a lo que proyectamos conllevaría revisiones de nuestra opinión de riesgo de crédito, en especial, en aquellas compañías con calificaciones más bajas.



Nuevo gobierno con propuestas de reforma con alcance tributario, agropecuario, de salud y pensional. Daremos seguimiento a los anuncios para evaluar su impacto potencial en los marcos regulatorios e institucionales de los diferentes sectores, y las decisiones de inversión de las empresas.

### CONTACTOS ANALÍTICOS PRINCIPALES

**María Soledad Mosquera**  
Bogotá  
57 (601) 390-7225  
maria.mosquera  
@spglobal.com

**Ana María Carrillo**  
Bogotá  
57 (601) 3904265  
ana.carrillo@  
spglobal.com

### CONTACTOS ANALÍTICOS SECUNDARIOS

**Edgar Mauricio Robles**  
Bogotá  
57 (601) 390-4268  
edgar.robles  
@spglobal.com

**María Carolina Barón**  
Bogotá  
57 (601) 390-4269  
maria.baron  
@spglobal.com

La incertidumbre por las elecciones finalizó y Colombia tiene un nuevo presidente para el periodo 2022 – 2026, el cual está planteando reformas en el ámbito tributario, agropecuario, pensional y

de salud; asimismo, entre sus proyectos está acelerar la transición energética hacia energías renovables y limpias. El alcance de dichas propuestas aún no es claro; sin embargo, el gobierno deberá sopesar las implicaciones de la manera en que decida implementar los planes, en medio de un panorama de déficit fiscal alto, inflación creciente y presiones para aumentar el gasto social, en salud y educación, dado el mayor descontento social.

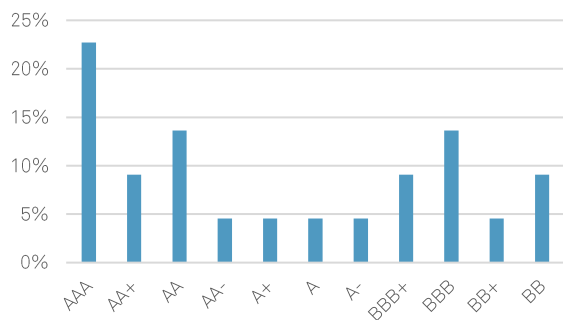
Ahora bien, la economía colombiana continúa sorprendiendo por sus altos niveles de crecimiento, superiores a los de la región y que lo ubican en el segundo lugar de los países con mejores expectativas al cierre de 2022. Este crecimiento ha estado apalancado en el consumo de los hogares y la reactivación paulatina de los planes de inversión de las empresas, aunque el desempeño del empleo sigue siendo modesto frente a los niveles prepandemia. Entre enero y julio de 2022, el crecimiento de la economía colombiana fue de 9.87%, superior al 9.49% registrado en el mismo periodo de 2021.

Teniendo en cuenta el efecto del menor crecimiento de China, la probabilidad creciente de recesión en Estados Unidos, el impacto de las disrupciones en la cadena de abastecimiento, la elevada inflación y la subida consistente de tasas de interés, la proyección de S&P Global Ratings para el crecimiento de la economía colombiana es de 6.5% al cierre del año y, aunque es superior a la que proyecta para América Latina de 2,8%, en 2023 crecería sólo 1.9% (frente a 0.9% de América Latina), e iniciaría la recuperación en 2024 con 3.0% y 2025 con 3.3%. Uno de los factores de seguimiento será el aumento de tasas del Banco de la República para controlar la inflación, más de 700 puntos básicos desde septiembre de 2021 y S&P Global Ratings proyecta que será de 11% al cierre del año. Así mismo, esperamos que la inflación alcance un máximo de 11,5% en 2022; a la fecha, la variación mensual del índice de precios al consumidor (IPC) a agosto de 2022 fue del 10.8%, con una inflación acumulada en 2022 del 9.1%.

Del contexto mundial, la escalada de las tensiones geopolíticas por el conflicto entre Rusia y Ucrania, la continuidad de los cierres en China por su política de cero-COVID y las disrupciones de la cadena de suministro han tenido un efecto moderado en las empresas colombianas. El repunte de la economía colombiana, una fuerte demanda doméstica, mejora en las exportaciones y un manejo prudente del endeudamiento -operaciones de refinanciación y reducción de la deuda- han dado margen a los corporativos para enfrentar el entorno retador por la subida de tasas de interés e inflación, y la devaluación del peso. Como se puede observar en la Tabla 1, las calificaciones de 77% de los corporativos han permanecido estables durante 2022; las bajas en calificación se han presentado en las empresas de servicios públicos de agua, cuyo deterioro en su perfil crediticio proviene de periodos previos a la pandemia y obedece a importantes necesidades de inversión que sobrepasan su generación operativa.

Gráfico 1.

### Distribución de calificaciones\*



Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A.

\*Empresas del sector corporativo que califica BRC Ratings S&P Global.

Tabla 1.

### Movimientos en calificaciones 2021-2022

Calificaciones	77%
Bajas	9%
Alzas	14%

## Principales puntos a considerar

**El fuerte crecimiento de la economía dio paso a la recuperación de los sectores afectados por las medidas restrictivas de la pandemia; inclusive el transporte aéreo muestra una mejora importante.** La mayor demanda está mejorando el EBITDA y apalancamiento de los corporativos; se destacan los sectores de telecomunicaciones, servicios de energía, inmobiliarios, comercio minorista y productos de consumo. Sumado a esto, el aumento del precio de las materias primas, además de dar respiro a las cuentas fiscales, ha favorecido a los calificados relacionados con el sector de gas y petróleo. Por otro lado, la continuidad de la inversión en infraestructura (multimodales y programa de quinta generación, 5G), la ejecución de proyectos del sector eléctrico y la finalización de los proyectos de cuarta generación (4G) por el Gobierno nacional podrán continuar impulsando la economía.

**La inflación continúa avanzando y sobrepasando niveles históricos.** Los costos crecientes en los materiales, la mano de obra, la energía y la logística, entre otros, empiezan a minar el crecimiento de sectores como las ventas de vivienda y rezagar los proyectos de construcción y otras industrias asociadas como la de materiales de construcción. Asimismo, industrias intensivas en mano de obra como la construcción, el entretenimiento y la salud ya sienten los mayores costos salariales por el aumento del salario mínimo. Por otro lado, la creciente inflación hace el costo de vida más alto, particularmente para los hogares de ingresos medios y bajos por el aumento del precio de los alimentos y de la energía, lo que modificará los patrones de demanda de productos de consumo. De nuestros calificados, la mayor sensibilidad la esperamos en grandes superficies con mayor enfoque en bienes diferentes a los de primera necesidad (suntuarios), si bien no esperamos cambios drásticos en sus perfiles crediticios.

**El deterioro de los márgenes operacionales está a la vuelta de la esquina.** Un mayor volumen de ventas difícilmente podrá seguir compensando la subida persistente de los costos; en las aerolíneas, un aumento potencial del precio del combustible podría contrarrestar el beneficio de la fuerte recuperación en el número de pasajeros; para el caso de las compañías de venta minorista y bienes de consumo, identificamos presiones en márgenes con el fin de conservar su participación de mercado. Además, si bien en el corto plazo los corporativos continuarían trasladando parte del incremento en los costos de producción a los consumidores, esta posibilidad disminuirá gradualmente a medida que la capacidad de pago de los hogares se deteriora por las condiciones macroeconómicas adversas: menor crecimiento y demanda frente a más inflación, niveles de empleo modestos y menor disponibilidad de crédito.

**Costos de financiamiento elevados y riesgo de refinanciación.** El aumento de los costos de inversión y de fondeo no se trasladará necesariamente a los consumidores finales, además, algunos corporativos deberán invertir de acuerdo con los compromisos asumidos dentro de los proyectos de energía renovable no convencional. Lo anterior podrá elevar levemente los niveles de endeudamiento de los calificados. Ahora bien, ante un mercado de capitales escaso, los emisores corporativos con mayor nivel de endeudamiento podrían enfrentar un mayor riesgo de refinanciación si no logran un buen desempeño del EBITDA. Sobre esto último cabe mencionar nuestra percepción positiva sobre políticas financieras conservadoras que dan flexibilidad en entornos estresados.

**Depreciación del peso colombiano.** Si bien la exposición de nuestros calificados a riesgo cambiario es baja, pues la mayor parte de su deuda está denominada en pesos colombianos, el mayor costo de los insumos asociada con la depreciación de la moneda local posiblemente no se pueda trasladar al resto de la cadena productiva y empezará a pasar factura sobre los planes de inversión y aumentar el endeudamiento de las empresas.

**Mayor exigencia en el avance para la transición energética implica altos costos de inversión:** Petróleo y gas, y generación de energía continúan avanzando con su diversificación hacia energías renovables para asumir la transición energética. Las necesidades de inversión, en parte, se

podrán cubrir con la subida de precios de la energía y del petróleo y con nueva deuda, manteniendo niveles de apalancamiento prudentes.

**Propuestas de reforma del Gobierno en diferentes sectores de la economía.** Si bien aún no es claro el alcance de dichas propuestas, en la búsqueda de promover sectores particulares se podría desincentivar la mejora continua en la productividad y ampliar las brechas de la industria nacional frente a la internacional. En este sentido, se podría reducir la capacidad de pago de las empresas relacionadas al sector exportador, para luego transmitirse hacia otros sectores vinculados en la cadena productiva.

## Detalle por sectores

Nuestro análisis por sectores denota una perspectiva estable, excepto para el sector de servicios de agua, como se observa en la Tabla 2. No obstante, cada uno de ellos muestra retos diferentes y su evolución en un entorno cambiante y de alta volatilidad acrecienta la posibilidad de una revisión de nuestra perspectiva en el corto plazo.

Tabla 2

### Mapa de desempeño esperado 2022 y 2023

Sector	Indicadores agregados
Telecomunicaciones	Estable
Ventas al por menor y productos de Consumo	Estable
Vivienda	Estable
Fondos inmobiliarios	Estable
Infraestructura	Estable
Servicios - Energía eléctrica	Estable
Servicios - Agua	Débil
Transporte e infraestructura de transporte	Estable

Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A.

## Telecomunicaciones

Dentro de los principales retos que enfrenta la industria de telecomunicaciones está la fuerte competencia del sector y la decisión de las empresas de proteger su participación de mercado, aun cuando esto implique no trasladar la totalidad de sus costos de operación al usuario final. Esto y mayor remuneración a sus comerciales para incentivar mayores capturas de clientes presionarían los márgenes de rentabilidad.

Las empresas de telecomunicaciones que participaron en la subasta de espectro de 2019 se comprometieron a ejecutar inversiones de capital en los próximos 10 a 15 años, lo que implicaría un ligero incremento en su endeudamiento que, en principio, no prevemos impacte nuestra opinión sobre su riesgo de crédito. Por otra parte, entre 2023 y 2024, las compañías reportarán vencimientos de la licencia para uso del espectro y el Gobierno deberá decidir si modifica o rechaza los cambios que propone la industria sobre la remuneración de la renovación.

Un aspecto que liberará flujo de caja de las compañías es su decisión de ampliar su cobertura a través del uso de redes neutras; no obstante, esto podría generar mayores presiones en los márgenes de rentabilidad, pues el uso de la red implica un costo por usuario.

## **Venta de productos al por menor (*retail*) y productos de consumo**

Prevedemos una desaceleración en el crecimiento de los sectores enfocados en bienes diferentes a los de primera necesidad (electrodomésticos, ropa, etc.) en comparación con lo observado en 2020 y 2021, que estuvo impulsado por aspectos puntuales; por ejemplo, la decisión de los consumidores de invertir un mayor porcentaje de sus ingresos en el mejoramiento del hogar, dada la necesidad de trabajar desde la casa y las restricciones de viajes durante la pandemia.

Las compañías buscarían mantener su participación de mercado y continuarían invirtiendo en mejorar sus capacidades logísticas, lo que sumado a costos salariales crecientes presionarán su rentabilidad. Destacamos la flexibilidad del sector de comercio minorista para ejecutar sus inversiones de expansión, lo que le permite destinar su flujo de caja a asuntos que considere prioritarios.

En términos regulatorios, prevedemos un mayor impacto de la normatividad enfocada en productos sostenibles y responsables en términos ambientales.

## **Vivienda**

El repunte de la industria viene desacelerándose ante los costos altos de los insumos por la depreciación de la moneda y la desaceleración de la economía; además, el encarecimiento del crédito bancario desincentiva la compra de vivienda y la construcción de nuevos proyectos del segmento no subsidiado. En el caso de la vivienda de interés social, la dinámica del sector estaría impulsada por las directrices del Gobierno en materia de subsidios y por las decisiones del incremento del salario mínimo. Un aspecto de seguimiento en el mediano plazo es la menor disponibilidad y los mayores costos de adquisición de tierras.

## **Fondos inmobiliarios**

La dinámica de este sector estará vinculada a la mezcla de segmentos y tipo de activos en los que inviertan los fondos. Identificamos mayores riesgos en aquellos que tienen una alta exposición a comercio discrecional. El segmento de oficinas mantiene un desempeño mixto, pues la reducción de espacios por decisiones de las compañías de permanecer bajo un modelo virtual se compensa por aquellas que retornaron totalmente y por la necesidad de mayores espacios para subcontratación de procesos de negocios (BPO por sus siglas en inglés para *Business Process Outsourcing*) y *call centers*. El segmento de industria mantiene un buen comportamiento, relacionado con las mayores necesidades de espacios por parte de las empresas para el almacenamiento de productos. No obstante, esta dinámica podría moderarse en la medida en que haya menor demanda y desaceleración de consumo.

Aunque esta industria refleja una cobertura natural a incrementos en la inflación (pues el incremento en los cánones de arrendamiento está indexado a esta variable), este beneficio dependerá de las negociaciones que se den entre arrendatarios y arrendadores.

## **Infraestructura**

Identificamos presiones en la rentabilidad y mayores niveles de apalancamiento de las compañías dedicadas a la construcción de obras civiles. Por un lado, estas empresas asumen sobrecostos en los insumos cuya posibilidad de traslado al consumidor depende de las condiciones pactadas en los contratos de obra. Por otra parte, el cronograma de ingresos reporta retrasos debido a demoras en la culminación de los proyectos por eventos ajenos a su gestión, como la temporada de lluvias.

La dinámica de este sector la impulsará principalmente la ejecución de obras por parte de los gobiernos territoriales durante 2022 y 2023, las políticas que defina el Gobierno nacional en términos de inversión en infraestructura civil, y la disponibilidad de la banca y de inversionistas para financiar dichos proyectos.

Los proyectos de infraestructura civil en fase de operación reflejan una ventaja por la indexación anual de su tarifa a inflación, si bien mantendrían un descalce entre este periodo y el de la periodicidad de pago de su deuda. Para el caso de las concesiones viales, a junio de 2022, el tráfico reportaba valores superiores a los de 2019. El desempeño futuro de esta variable dependerá en gran medida de la dinámica económica, en especial para aquellos activos con mayor participación de tráfico pesado.

### **Servicios – Energía eléctrica**

Las recientes decisiones del Gobierno nacional que promueven una reducción en las tarifas de energía eléctrica plantean cambios que en principio afectarían a las empresas generadoras y comercializadoras. El impacto de estas negociaciones aún es desconocido y dependerá de las especificidades de cada uno de los procesos y acuerdos que se hagan entre las compañías. Un elemento adicional que podría afectar el desempeño de los sectores es la dinámica de la demanda ante un escenario de desaceleración económica y la cultura de pago de los usuarios, lo que incluye los consumos actuales y aquellos valores asociados a la opción tarifaria.

Durante los últimos diez años, el gobierno colombiano modificó leyes para promover el desarrollo de proyectos de generación de energía con fuentes renovables no convencionales. Esto, con el objetivo de diversificar la matriz energética del país y reducir la dependencia de la generación eléctrica térmica. Sin embargo, algunos de estos proyectos se han retrasado por la pandemia, las dificultades en la construcción de líneas de transmisión, sobrecostos, entre otros problemas. No obstante, siguen siendo prioritarios y necesarios en la hoja de ruta para la transición energética.

Bajo la perspectiva de riesgo de crédito, los sectores de transmisión y distribución reflejan un mejor perfil de negocio, pues su remuneración está vinculada a la calidad y disponibilidad de sus activos. Daremos seguimiento al impacto que tengan los anuncios hechos por el Gobierno nacional sobre estos sectores.

### **Servicios – Agua**

Las compañías de este sector reflejaban un deterioro en su perfil crediticio antes de la pandemia; la razón de esto es el desequilibrio entre el incremento de sus egresos operacionales frente a sus ingresos, debido a la decisión de algunas administraciones de no ajustar las tarifas, a pesar de la normatividad que las rige. Este riesgo se agudizó durante 2020 y 2021 por la orden del Gobierno de congelar la tarifa, además de los mayores costos de insumos por las restricciones en la cadena de suministro global.

Las determinaciones regulatorias que propendían por mejoras en términos de la calidad en la prestación del servicio y un incremento de la remuneración, vía tarifa, han significado para las empresas la ejecución de obras de importante magnitud que en principio serían financiadas con deuda, y su pago se daría a través de los mayores ingresos por ajustes tarifarios. Sin embargo, como mencionamos, algunas empresas no han aplicado dichos ajustes. Esta situación ha generado un crecimiento acelerado del apalancamiento y presiones de liquidez que, en nuestra opinión, se mantendrían en el mediano plazo ante la obligación de las entidades de concluir estas obras para cumplir con sus compromisos regulatorios.

### **Transporte e infraestructura de transporte**

Transporte fue de los sectores más afectados durante la pandemia y aunque el Gobierno extendió alivios para mitigar sus efectos, la recuperación ha sido gradual en la medida en que finalizaron las cuarentenas, la virtualidad académica y laboral ha disminuido y la economía se ha reactivado. Los retos aún no finalizan en los Sistemas De Transporte Masivo (STM); la desaceleración esperada en la economía, el cambio en las preferencias de algunos usuarios que se mantendrían bajo el modelo de trabajo virtual, e incrementos potenciales en la tarifa para compensar mayores costos de operación conllevaría una recuperación más gradual de la demanda que, bajo nuestro escenario, se recuperaría a niveles prepandemia hasta 2024. Por otro lado, daremos seguimiento

al desempeño de las transferencias del gobierno que han sido clave en la sostenibilidad de estos sistemas.

En términos de la infraestructura de transporte, al igual que los sistemas de transporte masivo, su dinámica está vinculada con la de la economía, por lo que el principal riesgo que identificamos es un menor volumen de viajes, en especial en los de turismo. Aunque estas empresas cuentan con una cobertura natural a incrementos en la inflación, pues su tarifa se ajusta con esta misma variable, un escenario de menores ventas representaría presiones en sus márgenes dada la naturaleza inflexible de sus costos y gastos.

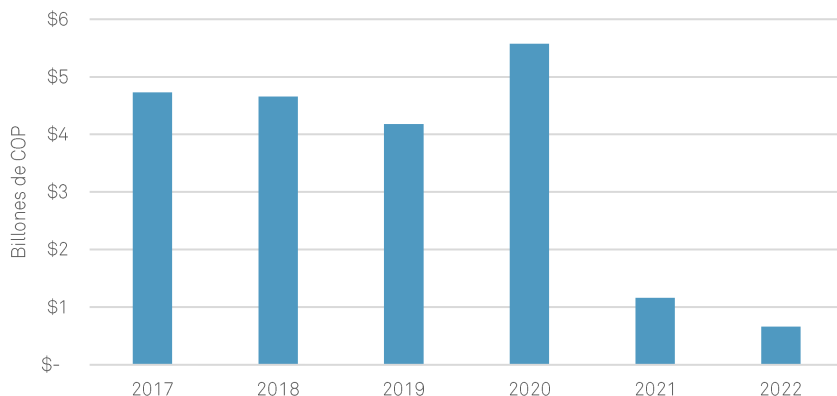
## ¿Y el mercado de capitales?

Como podemos ver en el Gráfico 2, durante 2021 y 2022, las emisiones de bonos de los emisores corporativos se han reducido drásticamente, a pesar de la resiliencia mostrada en 2020. Esperamos que continúen en mínimos históricos de los últimos cinco años debido al alto costo de financiamiento que supone una inflación de dos dígitos y unas tasas de interés que proyectamos al alza, al menos mientras no ceda la inflación. En el corto plazo, consideramos que los corporativos no muestran presiones urgentes de refinanciación y que, como en el pasado han tenido un acceso adecuado al mercado de capitales, podrán retomar esta fuente de financiación una vez se abra la ventana del mercado. En este sentido, las empresas calificadas han sorteado adecuadamente los vencimientos de 2022 y encontramos una capacidad de pago suficiente en los actuales niveles de calificación para los mayores vencimientos de 2023.

El mercado internacional, además de un acceso restringido, implica un mayor costo por la fuerte depreciación del peso colombiano. Estas condiciones harán difícil el refinanciamiento de la deuda, particularmente para los corporativos con calificaciones inferiores a AA-.

Gráfico 2

### Monto de las emisiones del sector corporativo

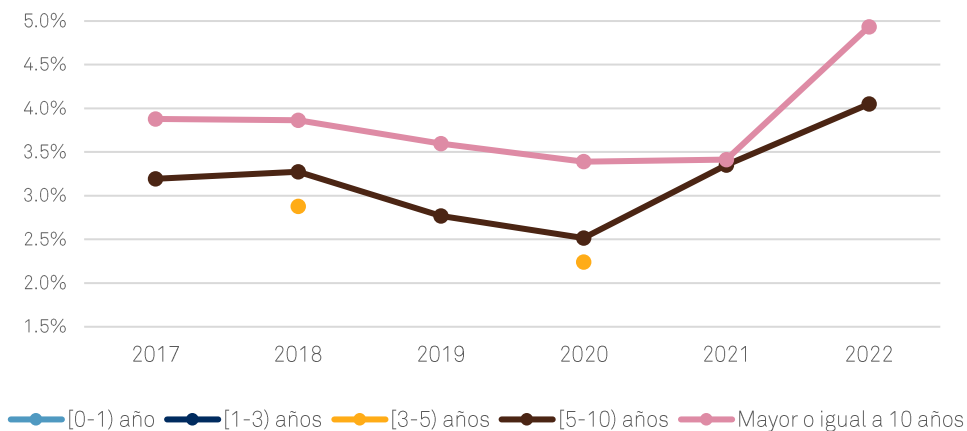


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos: BRC Ratings – S&P Global S. A.  
Nota: Acumulados anuales, excepto 2022 con corte a septiembre.

Como observamos en el Gráfico 3, el costo de financiamiento para los emisores corporativos en el mercado de capitales ha cambiado drásticamente en 2022 y resulta ser el más costoso de los últimos cinco años. De acuerdo con nuestras expectativas de una inflación mayor y la persistencia de los bancos centrales en subir las tasas de interés, la tendencia creciente en el costo de las emisiones de deuda continuará en los siguientes 18 meses, en caso de que los emisores retornen al mercado.

Gráfico 3

### Margen IPC en las emisiones del sector corporativo, por plazo



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos: BRC Ratings – S&P Global S. A.  
 Nota: Acumulados anuales, excepto 2022 con corte a junio.

## Empresas del sector corporativo están preparadas para el entorno retador, pero por tiempo limitado

Para lo que resta de 2022 y 2023, los corporativos colombianos indudablemente estarán inmersos en un ambiente retador, no sólo por las condiciones del mercado, sino también por la incertidumbre en materia de regulación. Algunos sectores se verán más afectados que otros, especialmente aquellos que requieran cumplir con inversiones de capital por temas regulatorios o quienes tengan vencimientos de deuda en 2023. Sobre esto último, el entorno actual resulta más retador particularmente para aquellos emisores cuyo acceso al sector bancario o al mercado de capitales esté limitado.

Consideramos que nuestros calificados tomaron medidas prudentes en 2020 y 2021, en términos del manejo de sus pasivos financieros, de su eficiencia y del control de costos perdurables. En este sentido, esperamos que las empresas mantengan su capacidad de pago, aun en este entorno volátil. Sin embargo, el efecto de dichas medidas es limitado, por lo que cobrará relevancia retomar la senda de crecimiento sostenido observada en los años previos a 2020, lo cual implicaría una normalización de las condiciones macroeconómicas mundiales.

#### Artículos relacionados:

- [Panorama económico para América Latina en el cuarto trimestre de 2022: Se avecina un período de crecimiento por debajo de la tendencia](#), 26 de septiembre de 2022.
- [Panorama del sector corporativo e infraestructura de América Latina - Primer semestre de 2022](#), 4 de agosto de 2022.
- [Banca colombiana, fuerte para enfrentar riesgos en medio de inflación alta e incertidumbre por elecciones presidenciales](#), 26 de mayo de 2022.
- [S&P Global Ratings confirma calificaciones soberanas en moneda extranjera de 'BB/B' de Colombia; la perspectiva se mantiene estable](#), 5 de mayo de 2022.
- [Panorama económico para América Latina en el segundo trimestre de 2022: Conflicto en el extranjero amplifica los riesgos internos](#), 28 de marzo de 2022
- [Mayores tasas de interés e incertidumbre política ponen a prueba las calificaciones de emisores colombianos en 2022](#), 7 de marzo de 2022.



Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no necesariamente dependen de la acción de un comité de calificación, incluyendo, pero sin limitarse a, la publicación de una actualización periódica sobre una calificación crediticia y análisis relacionadas.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P puede recibir honorarios por sus servicios de calificación y por sus análisis, los cuales normalmente pagan los emisores de los títulos o los suscriptores de los mismos o los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.cl](http://www.standardandpoors.cl), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.