

La infraestructura colombiana: ¿Dónde estamos y para dónde vamos?

BBVA Colombia

Mayo de 2015

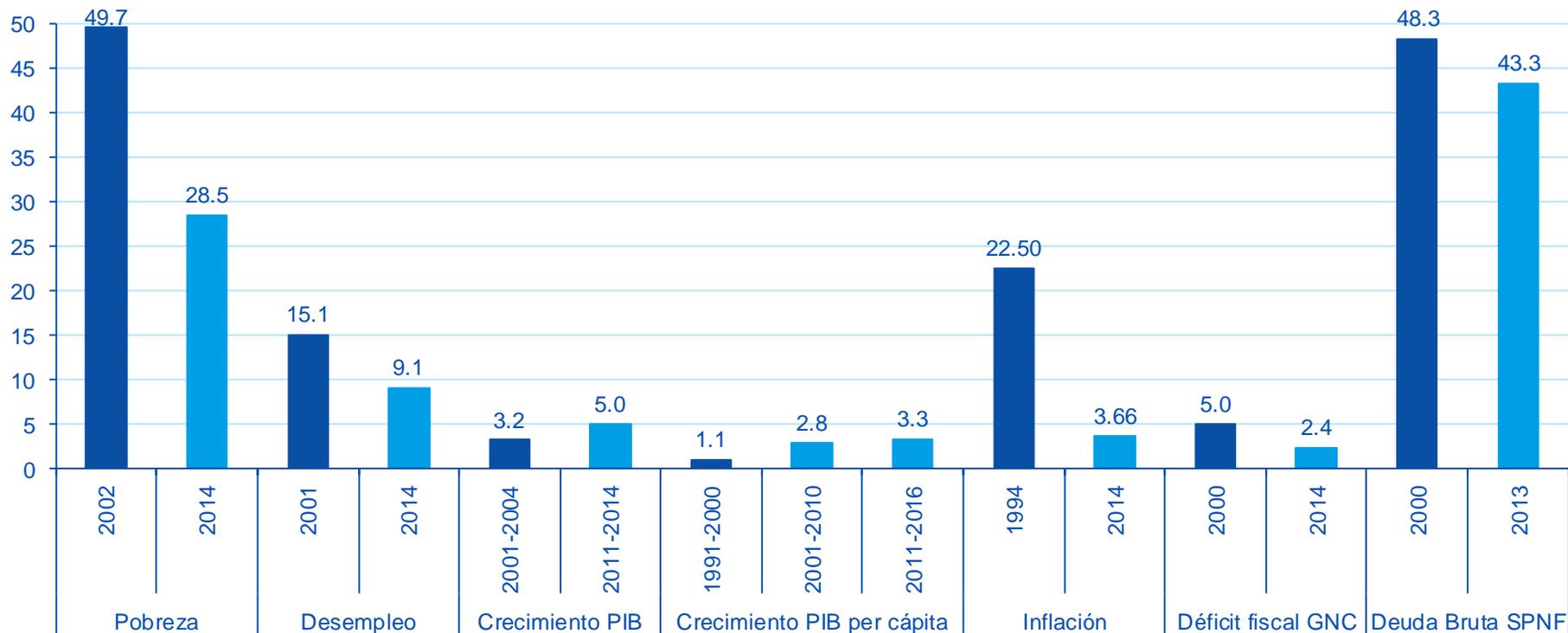
1

¿Dónde estamos?

Indicadores sociales y económicos mejoraron en la última década

Indicadores sociales y de desempeño macro económico (%)

Fuente: DANE, Ministerio de Hacienda y BBVA Research

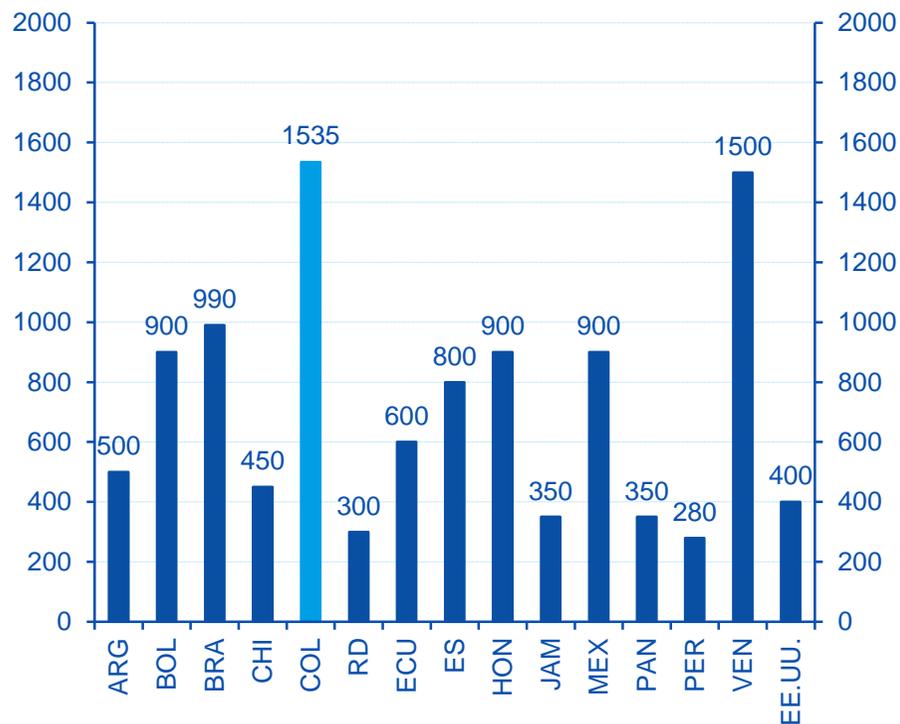


Sin embargo, gran rezago en infraestructura: que redundando en menor competitividad

- El atraso en infraestructura se traduce en mayores costos de transporte interno. El costo, por ejemplo en transporte de contenedores, es significativamente mayor al de otros países de la región

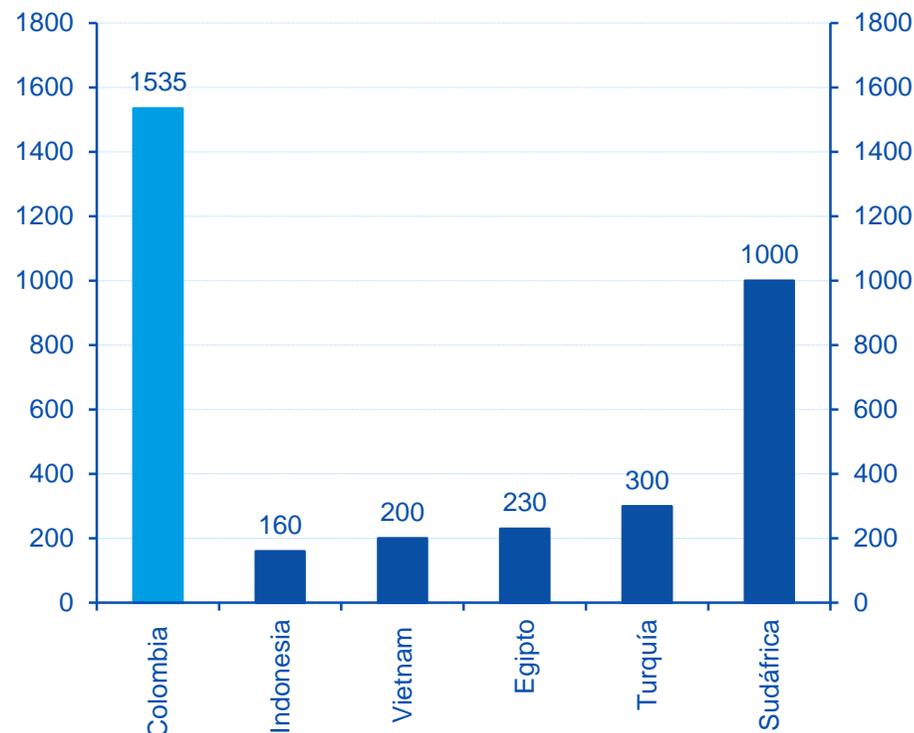
Costo promedio de transporte interno de contenedor de la ciudad principal al puerto (\$USD, año 2014)

Fuente: BBVA Research y Banco Mundial



Costo promedio de transporte interno por contenedor frente a CIVETS (\$USD, año 2014)

Fuente: BBVA Research y Banco Mundial

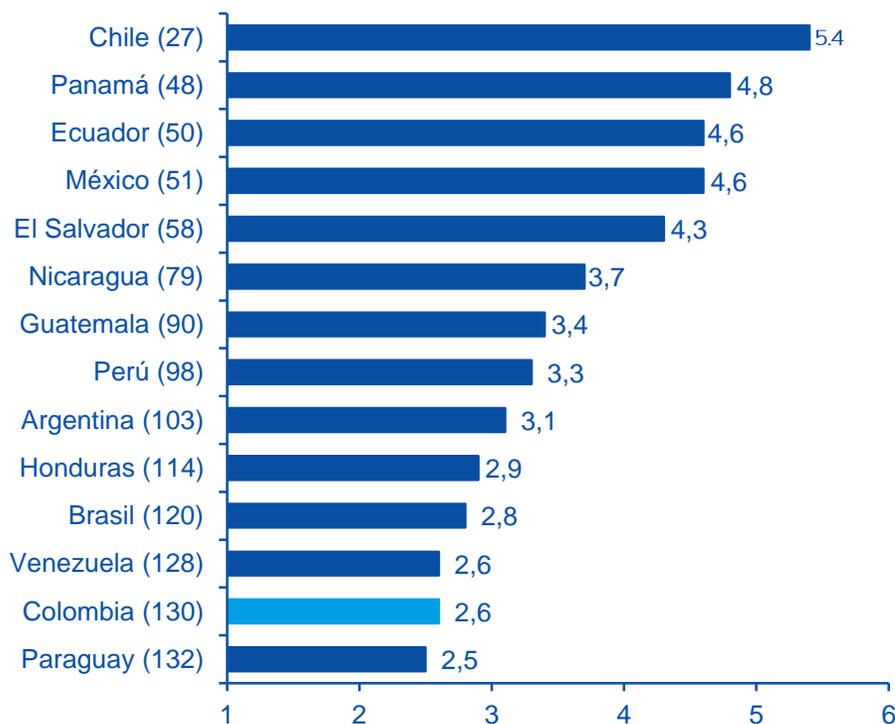


Baja calidad de las vías y de los puertos frente a nuestros competidores

- La calidad de la vías es deficiente frente a economías de la región. Inferior a la de América Latina y el Caribe y significativamente inferior a la de Chile. En el caso de los puertos a pesar de estar un poco mejor la situación no es alentadora.
- Menor costo en manejo portuario, no es acompañado por calidad de la infraestructura portuaria.

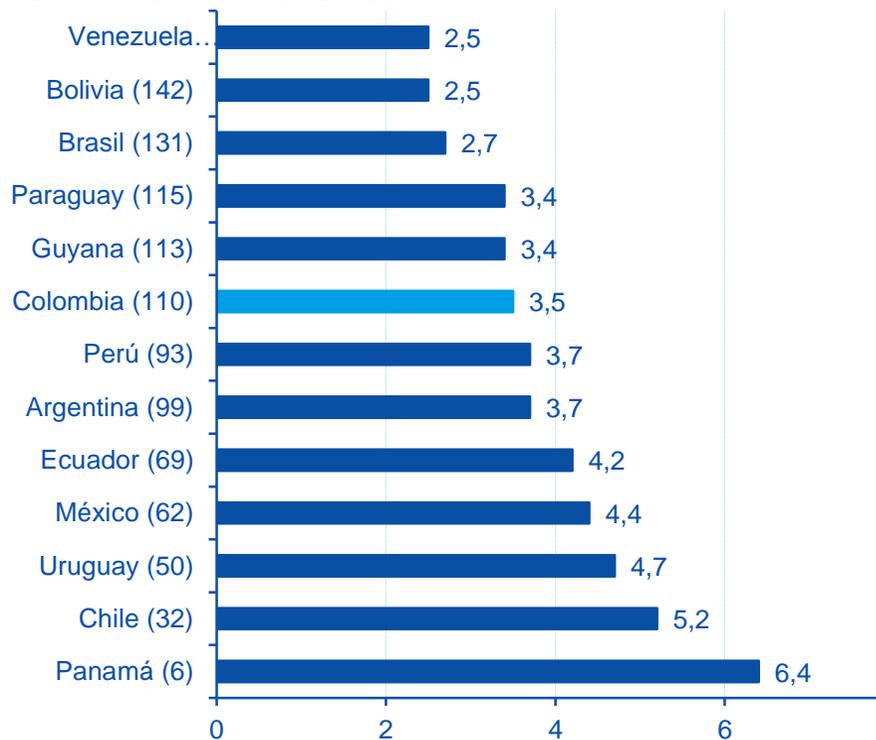
Calidad de las vías en LATAM

Fuente: World Economic Forum 2013-2014



Calidad de la infraestructura portuaria en LATAM

Fuente: World Economic Forum 2013-2014



Costos en terminales, inferiores al promedio de la región

- El país presenta bajos costos de manejo en puertos y terminales, frente a países de la región y naciones CIVETS.
- Menor costo sirve para compensar las dificultades de transporte por carretera.

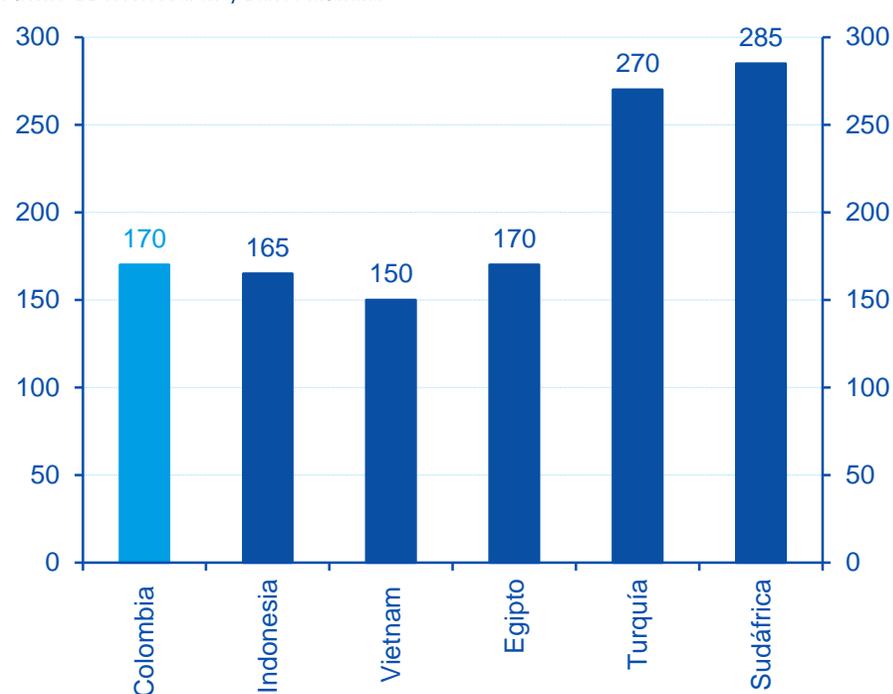
Costo promedio de manejo en puerto y terminal frente a países de la región año 2014 (\$USD por contenedor)

Fuente: BBVA Research y Banco Mundial



Costo promedio de manejo en puerto y terminal por contenedor frente a CIVETS año 2014 (\$USD por contenedor)

Fuente: BBVA Research y Banco Mundial



2

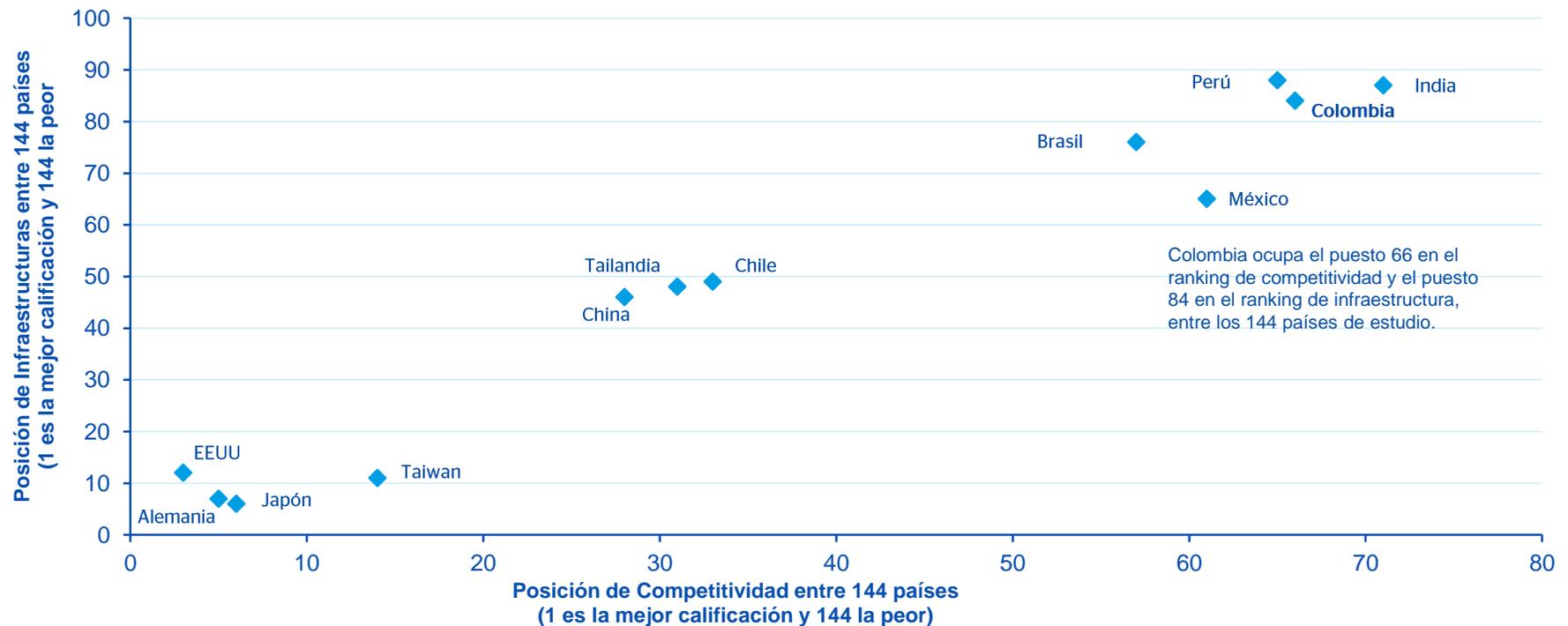
Hay que disminuir el
rezago en infraestructura

A mediano plazo una buena infraestructura aumenta la productividad y la competitividad

- La buena planeación y estructuración del gasto en infraestructura permite un efecto en el mediano y largo plazo y eleva las productividad de los factores productivos. Actualmente, Colombia ocupa el puesto 66 en el ranking de competitividad y el puesto 84 en el de infraestructura (de 144 países).

Impacto del gasto en infraestructura sobre el PIB en el corto plazo

Fuente: The Global Competitiveness Report 2014-2015. WEF (2014)

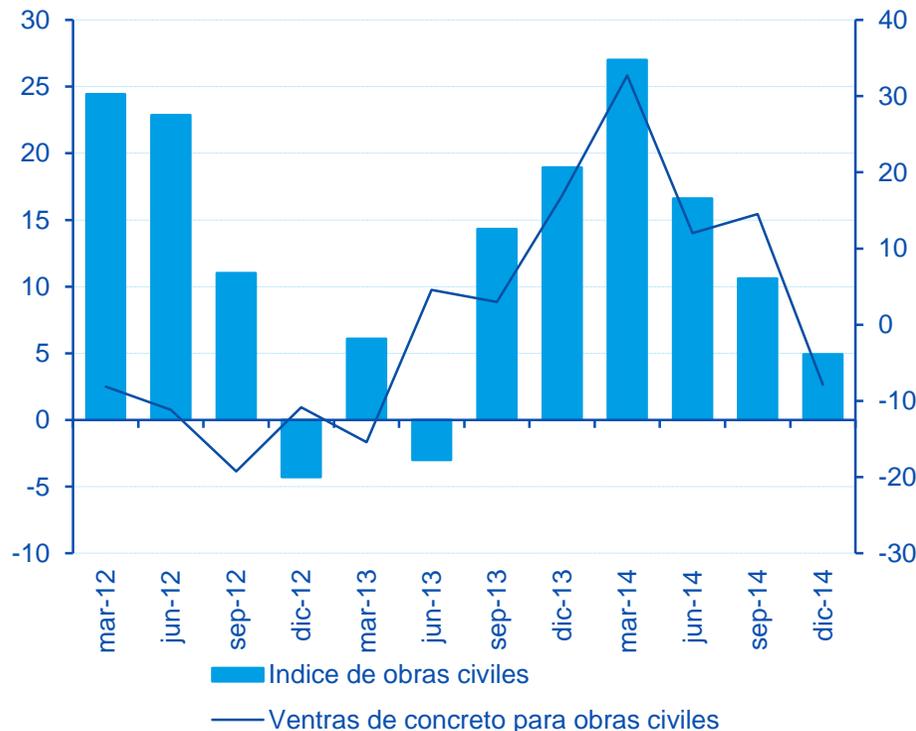


En el corto plazo la construcción de infraestructura jalona la demanda

- La construcción de infraestructura requiere de insumos, aumentando su demanda en el corto plazo lo que genera mayor crecimiento. Para que las ganancias en crecimiento de la inversión en infraestructura se mantengan a un mayor plazo ésta debe generar mayor productividad.

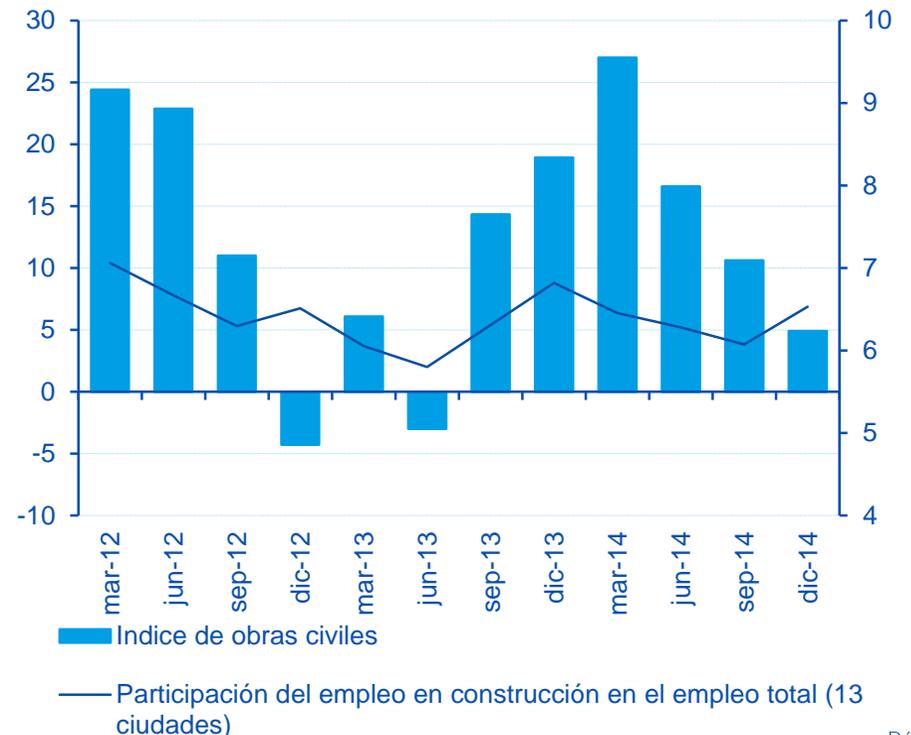
Obras civiles y ventas de concreto para obras civiles (crecimiento del índice y de las ventas, %, a/a)

Fuente: DANE, y BBVA



Obras civiles y empleo urbano (crecimiento del índice y participación, %, a/a)

Fuente: DANE, y BBVA



3

La infraestructura de transporte cuenta con buena institucionalidad y fuentes de financiación

Institucionalidad en infraestructura de transporte

Ministerio de transporte

Encargado de la formulación de políticas, planes y programas del sector y de la regulación técnica y económica:
Presupuesto de 2014 es de USD4,1bll (COP8,1bll, 13,7% del PGN)

Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

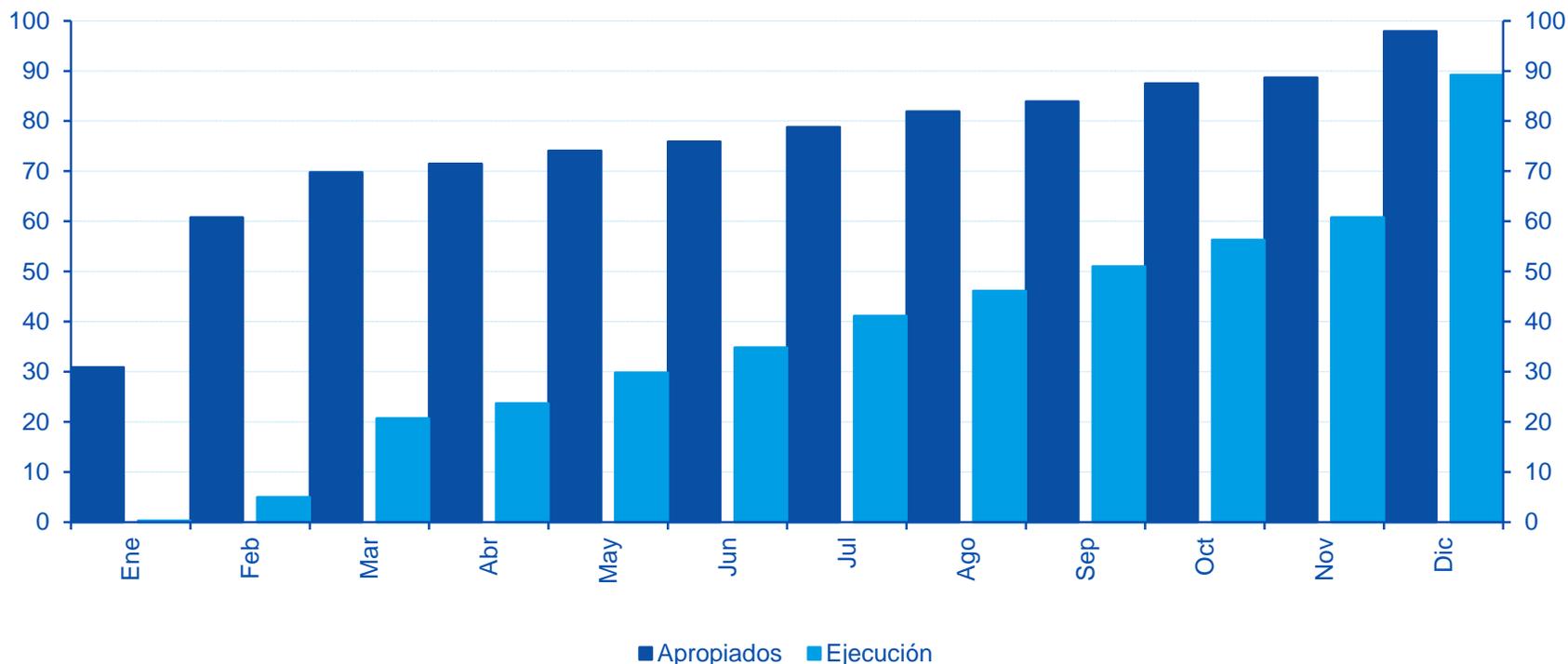
	Infraestructura no concesionada	Asociaciones Público Privadas
Carretero	Entidad ejecutora: INVIAS : presupuesto de Inversión en 2014 de USD2,2bll (\$COP4,4bll)	<p>Entidad ejecutora: ANI: Estructuración, ejecución y supervisión de contratos de concesiones y APP.</p> <p>El presupuesto de inversión de la ANI en 2014 de USD1,1bll (COP\$2,3bll.)</p> <p>Marco normativo: Ley de concesiones o ley de APP (Ley 1508 de 2012).</p> <p>Ley de infraestructura (Ley 1682 de 2013)</p> <p>Nuevo contrato marco de concesiones más robusto</p>
Férreo		Actualmente, ambicioso plan de cuarta generación de concesiones (4G): 8mil kilómetros USD25bll, alrededor de 30 proyectos
Marítimo	Entidades ejecutoras: Cormagdalena e INVIAS	Financiación : Capital concesionario, FDN (recursos de multilaterales) Banca local (1era Ola) Banca Extranjera, Fondos de capital privado y Fondos de deuda
Fluvial		Post construcción : peajes, vigencias futuras y bonos de infraestructura.
Aéreo	Entidad ejecutora: Aerocivil	

Presupuesto de inversión del sector transporte: 13,7% de la inversión del PGN

- El presupuesto del sector transporte para 2014 fue de COP 8,1 bll (de éste COP7,5bll son inversión).
- Según los último datos en 2014 se comprometieron casi la totalidad de los recursos y de ellos se ejecutó el 89,2%.
- En 2015 este presupuesto será de COP 7,8 bll y el de inversión de COP 7,1 bll, representando el 14,3% del total de la inversión del PGN.

Recursos apropiados del sector transporte y ejecución a Diciembre (2014, ejecución % de lo apropiación del año)

Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda 2014

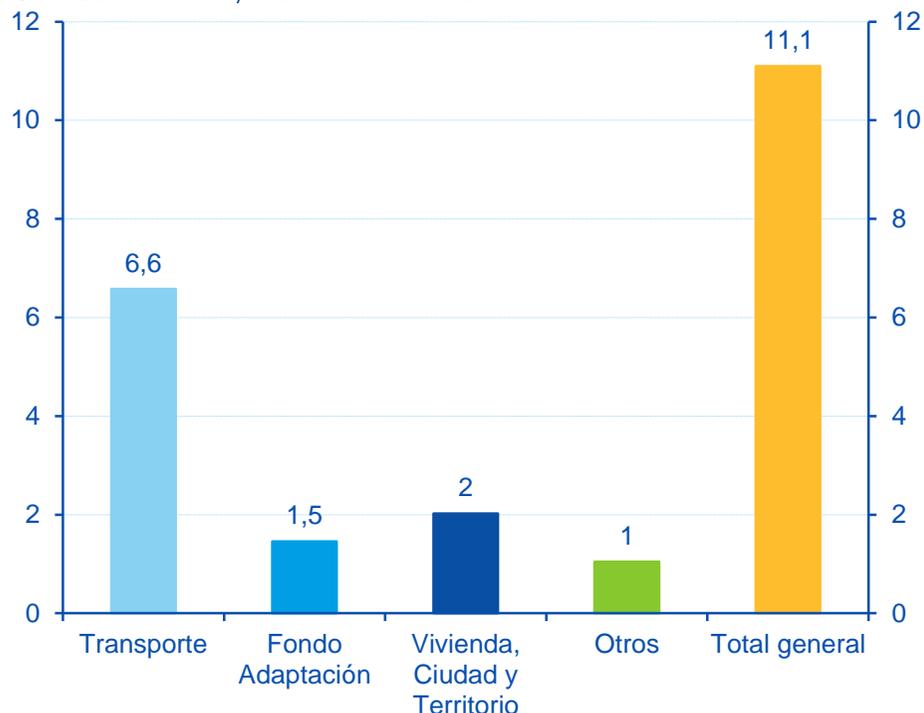


Amplio cupo de vigencias futuras para el sector transporte

- Según el Marco Fiscal de Mediano Plazo las vigencias futuras equivalen en 2015 al 22% del presupuesto de inversión del Presupuesto General de la Nación de 2015 (COP49,4 bl).
- En 2015 las vigencias futuras del sector transporte representarán el 59% (COP6,6 bl) del total de vigencias futuras comprometidas por la Nación para 2015 (COP11,1 bl).
- Entre 2015-2020 este porcentaje se ubicará en promedio en 73% del total de vigencias futuras de cada año.

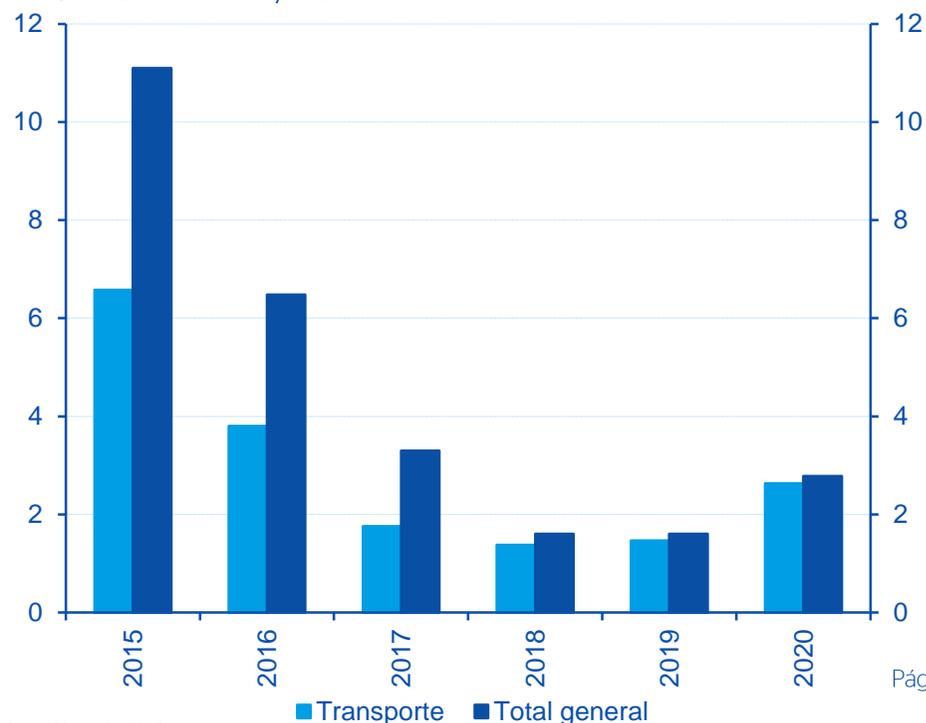
Vigencias futuras por sectores (2015, billones de 2014)*

Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda 2014



Vigencias futuras del sector transporte y totales (2015-2020, billones de 2014)*

Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda



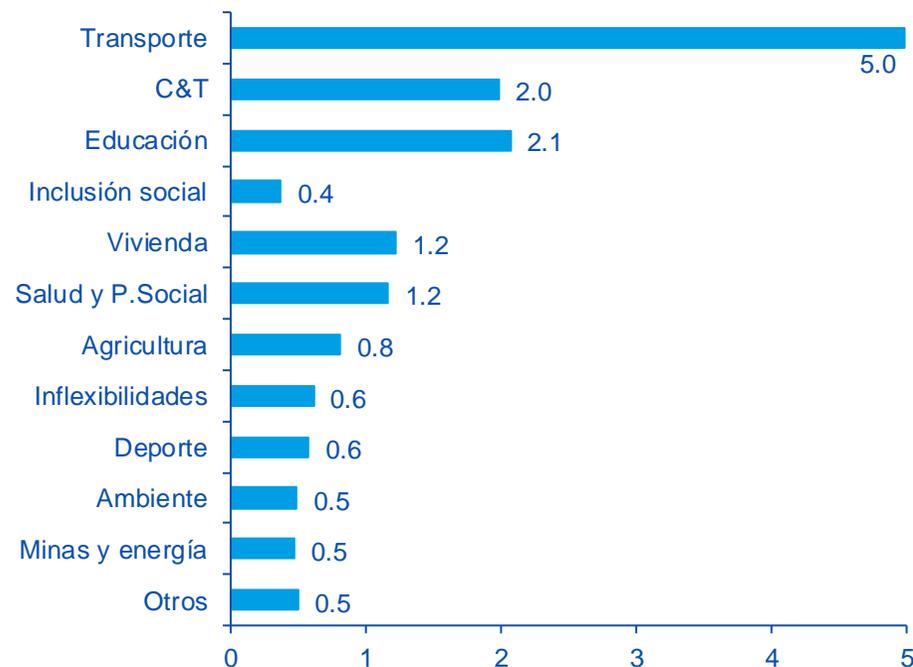
*Hace referencia a las Vigencias Futuras autorizadas a 30 de Abril de 2014, Fuente Ministerio de Hacienda, Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2014.

Regalías: importante para financiar la infraestructura en las regiones

- Los recursos de regalías del bienio 2015-2016 se estiman en COP13,9bll. Además, existen recursos de vigencias anteriores. La ejecución en 2015 y 2016 será del orden de los COP6bll cada año.
- A febrero de 2015 los proyectos de transporte representaban el 31,2% (COP5bll) del los recursos de regalías aprobados para proyectos de regalías.

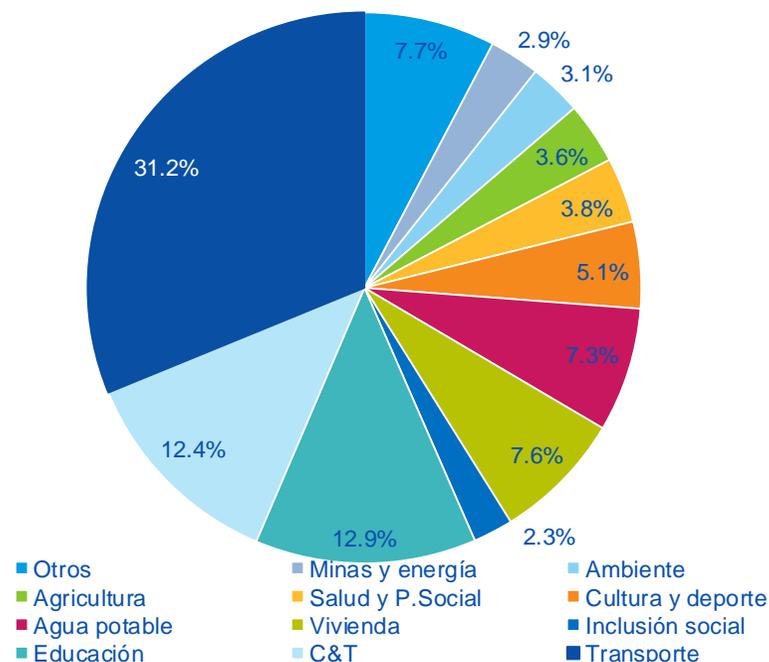
Proyectos aprobados por sector (feb. 2015, billones)

Fuente: BBVA Research y DNP



Participación de los sectores (% de los proyectos aprobados, recursos girados a feb 2015)

Fuente: BBVA Research y DNP



4

Actualmente existe un ambicioso programa de concesiones viales de cuarta generación (4G) que se distribuye en “olas”

4G abarca cerca de 30 proyectos que se distribuyen en olas: tan sólo la primera y en la segunda olas totalizan 18 proyectos

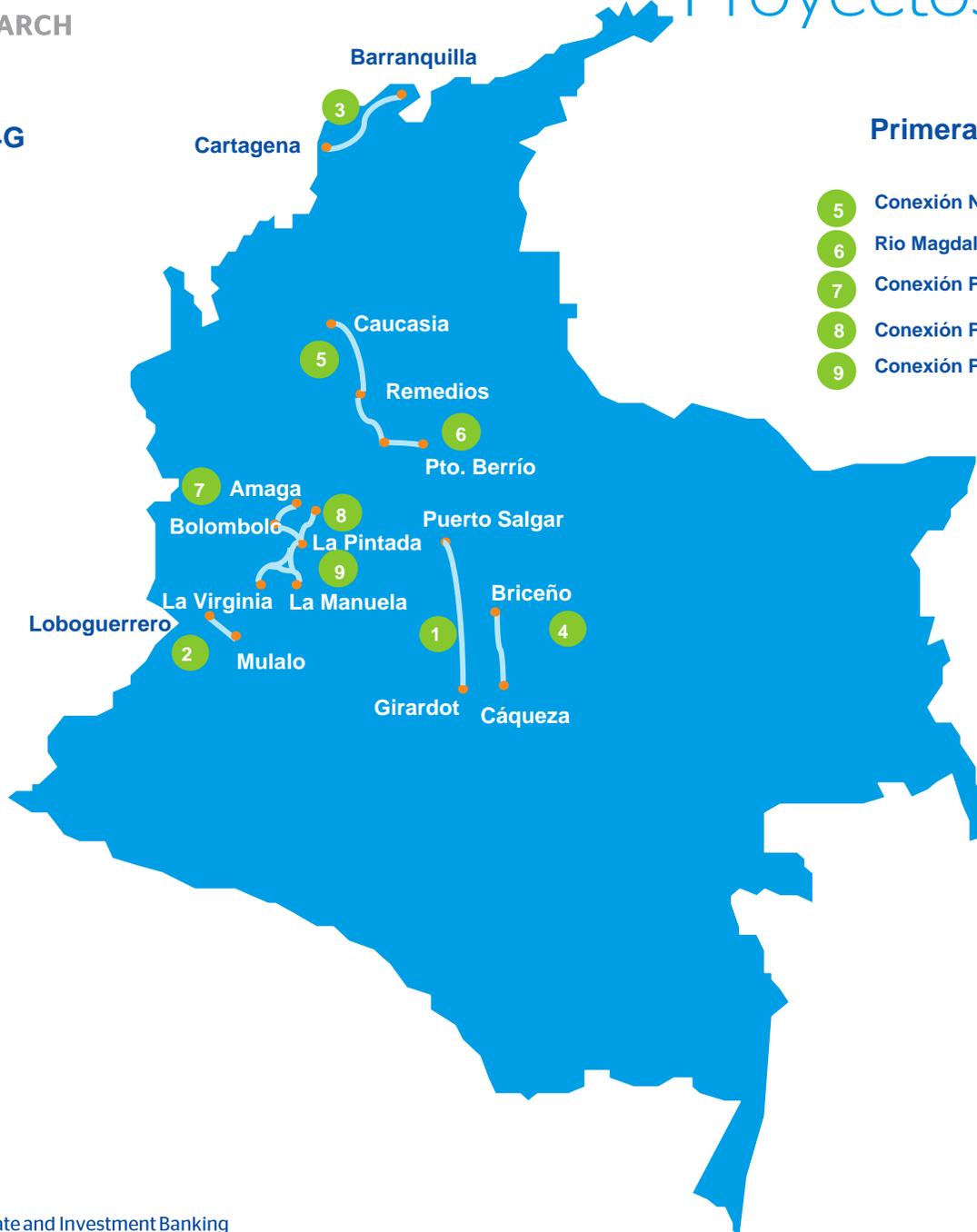
Primera Ola - Paquete 4G

Victorias Tempranas

- 1 Girardot – Pto. Salgar
- 2 Mulaló – Loboquerrero
- 3 Cartagena - Barranquilla
- 4 Briceño – Cáqueza (Perimetral de Oriente)

Primera Ola - Paquete 4G:

- 5 Conexión Norte: Caucaasia – Remedios
- 6 Río Magdalena 2: Remedio – Pto. Berrio
- 7 Conexión Pacífico 1: Amaga – Bolombolo
- 8 Conexión Pacífico 2: Bolombolo – La Pintada
- 9 Conexión Pacífico 3: La Pintada – La Manuela



Primera ola: \$COP 11,1 bil
1.116 kms.



Segunda ola: se estima que las obras tengan una duración de ejecución de 2 a 5 años.

Segunda ola: 9 proyectos \$COP 9,8 bln, 1,750 kms (el tramo Neiva-Girardot se hará por Asociación Pública Privada de Iniciativa Privada)

- 1 Neiva – Girardot (se hará por APP IP)
- 2 Santa Ana - Neiva
- 3 Rumichaca – Pasto
- 4 Popayán – Santander de Quilichao
- 5 Transversal Sisga
- 6 Villavicencio - Yopal

- 7 Puerta de Hierro – Palmar de Varela
- 8 Yondó – Bucaramanga
- 9 Autopista al mar 1
- 10 Autopista al mar 2

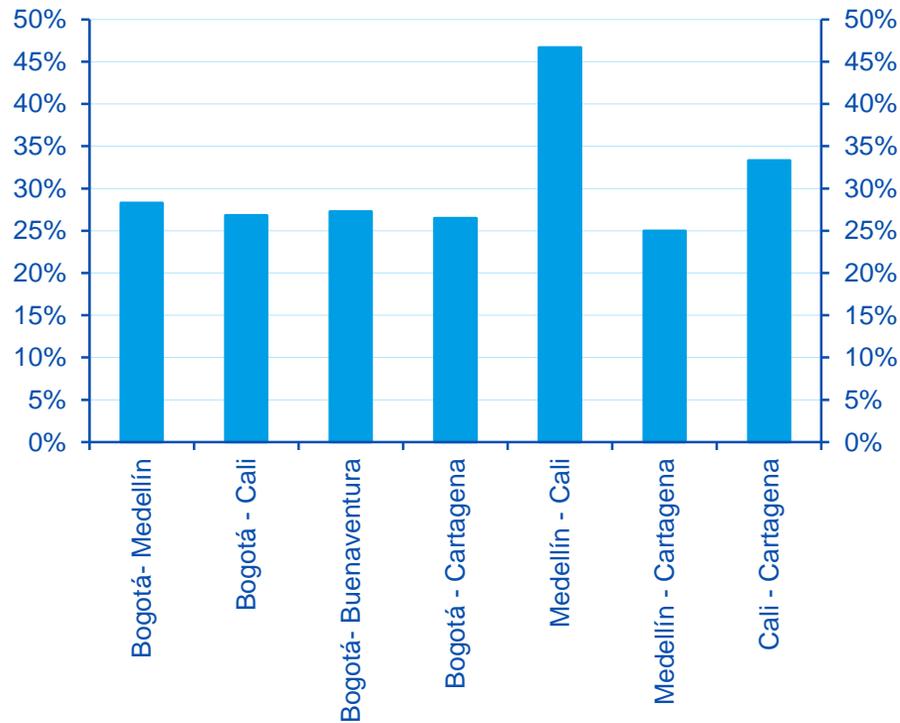
Fuente: CONPES 3820 de 2014,
 Nota: el tramo Neiva Girardot fue suspendido por APP IP sobre el mismo tramo.

Gran Impacto esperado en competitividad

- Según los estimativos del Gobierno (CONPES), los proyectos 4G, generarían beneficios económicos estimados en COP8,3bll por concepto de ahorro en tiempos de viaje y COP2.3bll en reducción de costos operacionales vehiculares (gasolina, lubricantes, desgaste de llantas).

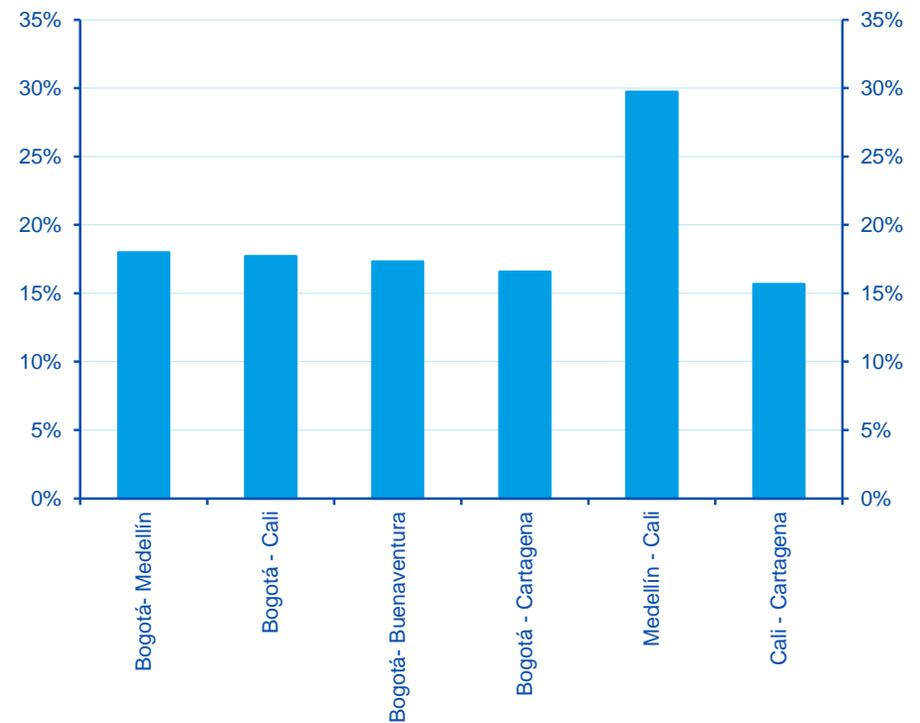
Ahorro en tiempos de recorrido

Fuente: ANI, CONPES 3760 y BBVA Research



Ahorro de costos de Operación Vehicular

Fuente: CONPES 3760 y BBVA Research



La cuarta generación de concesiones ha requerido de grandes cambios

Marco normativo :

- Ley de concesiones o ley de APP (Ley 1508 de 2012) .
- Ley de infraestructura (Ley 1682 de 2013)
- Nuevo contrato marco de concesiones más robusto

Avances Institucionales:

- Se crearon la Agencia Nacional de Infraestructura -ANI-, la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales -ANLA-, la Comisión Intersectorial de Infraestructura -CII- y se transformó la FEN en la Financiera de Desarrollo Nacional -FDN-.

Aspectos pendientes

- Capacidad de la Agencia Nacional de Licencias ambientales
- Mejora en los procesos de consultas con las comunidades
- Estructuración del cierre financiero de los proyectos

Algunos riesgos

- La presión por los recursos generan algunas dudas
- Se requiere recursos adicionales para la segunda ola, que pueden salir de la venta de Isagén

Avances en términos del desarrollo de los proyectos: 1^{era} Ola

Primera ola: Inversión estimada de \$COP11,1billones y una intervención de 1,1 mil kms.

- Primera ola: 9 proyectos (5 son los proyectos de la prosperidad que buscan la conexión de Antioquia con el centro del país, el Magdalena Medio, el eje cafetero, la Costa Pacífica y la Costa Atlántica).
- Estos proyectos tienen un valor de COP 11,1bln y una afectación de alrededor de 1100 kms
- Todos los proyectos de esta ola ya fueron adjudicados y se han firmado la totalidad de los contratos. La mayoría de los cierres financieros se encuentran en octubre de este año.

Cronograma de proyectos de primera ola

Fuente: ANI, y BBVA Research

Num. proyectos	2013												2014												2015		2016		Total		Fecha de cierre financiero																										
	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Sep	Oct	Ene	Feb	Inversión (COP bln)	kms																												
9 Primera ola																																																									
Girardot-Honda-Puerto Salgar	█																																				1.2	200	01-oct-15																		
Loboguerrero- Mulaló	█																																								1.47	84	11-feb-16														
Perimetral del oriente de Cundinamarca	█																																								0.9	107	16-oct-15														
Circunvalar Cartagena-Barranquilla	█																																									1.14	110	08-sep-15													
Autopista conexión norte	█																																										1.0	93	02-ene-16												
Autopista al rio Magdalena 2	█																																										1.33	150	07-feb-16												
Autopista conexión Pacífico 1	█																																											1.9	46	08-oct-15											
Autopista conexión Pacífico 2	█																																											0.94	95	08-oct-15											
Autopista conexión Pacífico 3	█																																											1.2	231	01-oct-15											
Total																																																							11.1	1,116	



Algo de concentración en la primera ola

- 5 de los 9 proyectos de primera ola fueron adjudicados a dos concesionarios, lo que equivalente al 50% de la inversión de la primera ola

Cronograma de proyectos de primera ola

Fuente: ANI, y BBVA Research

Proyecto	Nombre Proponente	Integrantes	Pais	%
GIRARDOT - HONDA - PUERTO SALGAR	MARIO ALBERTO HUERTAS Y CONSTRUCTORA MECO	MARIO ALBERTO HUERTAS COTES PAVIMENTOS COLOMBIA INGENIERÍA DE VÍAS	Colombia	75%
CIRCUNVALAR CARTAGENA-BARRANQUILLA		CONSTRUCTORA MECO SOCIEDAD	Costa Rica	25%
AUTOPISTA CONEXIÓN PACÍFICO 3		ESTUDIOS Y PROYECTOS DEL SOL EPISOL (Corficolombiana)	Colombia	60%
AUTOPISTA CONEXIÓN PACÍFICO 1	AUTOPISTA CONEXIÓN PACÍFICO 1	IRIDIUM COLOMBIA CONCESIONES	España	40%
AUTOPISTA CONEXIÓN PACÍFICO 2	ESTRUCTURA PLURAL P.S.F. Y CONCESIÓN LA PINTADA	GRUPO ODINSA	Colombia	25%
		MINCIVIL	Colombia	21%
		CONSTRUCCIONES EL CONDOR	Colombia	21%
		TERMOTECNICA COINDUSTRIAL	Colombia	14%
		ICEIN	Colombia	9%
		MOTA-ENGIL ENGENHARIA E CONSTRUCAO	Portugal	10%
PERIMETRAL DE ORIENTE	ESTRUCTURA PLURAL SHIKUN & BINU	SHIKUN & BINU	Suiza	38%
		CI GRODCO	Colombia	25%
		COLOMBIANA INVERSIONES DE INFRAESTRUCTURA	España	38%
CONEXIÓN RIO MAGDALENA 2	ESTRUCTURA PLURAL OHL CONCESIONES	OBRASCÓN HUARTE LAIN	España	100%
CONEXIÓN NORTE	PLURAL AUTOPISTAS DEL NORDESTE	ORTIZ CONSTRUCCIONES	España	34%
		KMA	Colombia	33%
		EQUIPO UNIVERSAL	Colombia	33%
MULALÓ- LOBOGUERRERO	CONCESIONARIA VIAL DEL PACIFICO	ESTUDIOS Y PROYECTOS DEL SOL EPISOL (Corficolombiana)	Colombia	60%
		IRIDIUM COLOMBIA CONCESIONES	España	40%

Sigue habiendo avances en los proyectos

La primera ola está avanzando, se han adjudicado 4 proyectos de iniciativa privada adicionales y sigue avanzando la adjudicación de la segunda ola

Cronograma de proyectos de 4G

Fuente: FDN, y BBVA Research



Los proyectos de la segunda ola se encuentran en proceso de adjudicación

Segunda ola: Inversión estimada de COP9,8billones y una intervención de 1,750 kms.

- Segunda ola: 9 proyectos (que desarrollarán los corredores viales del Atlántico, Bolívar, Boyacá, Casanare, Cauca, Cundinamarca, Huila, Meta, Nariño, Putumayo, Santander, Sucre y Tolima).
- Estos proyectos tienen un valor de COP 9,8bll y una afectación de alrededor de 1,750 kms.
- La adjudicación de proyectos se concentra en junio y julio de 2015.

Cronograma de proyectos de segunda ola

Fuente: ANI, y BBVA Research

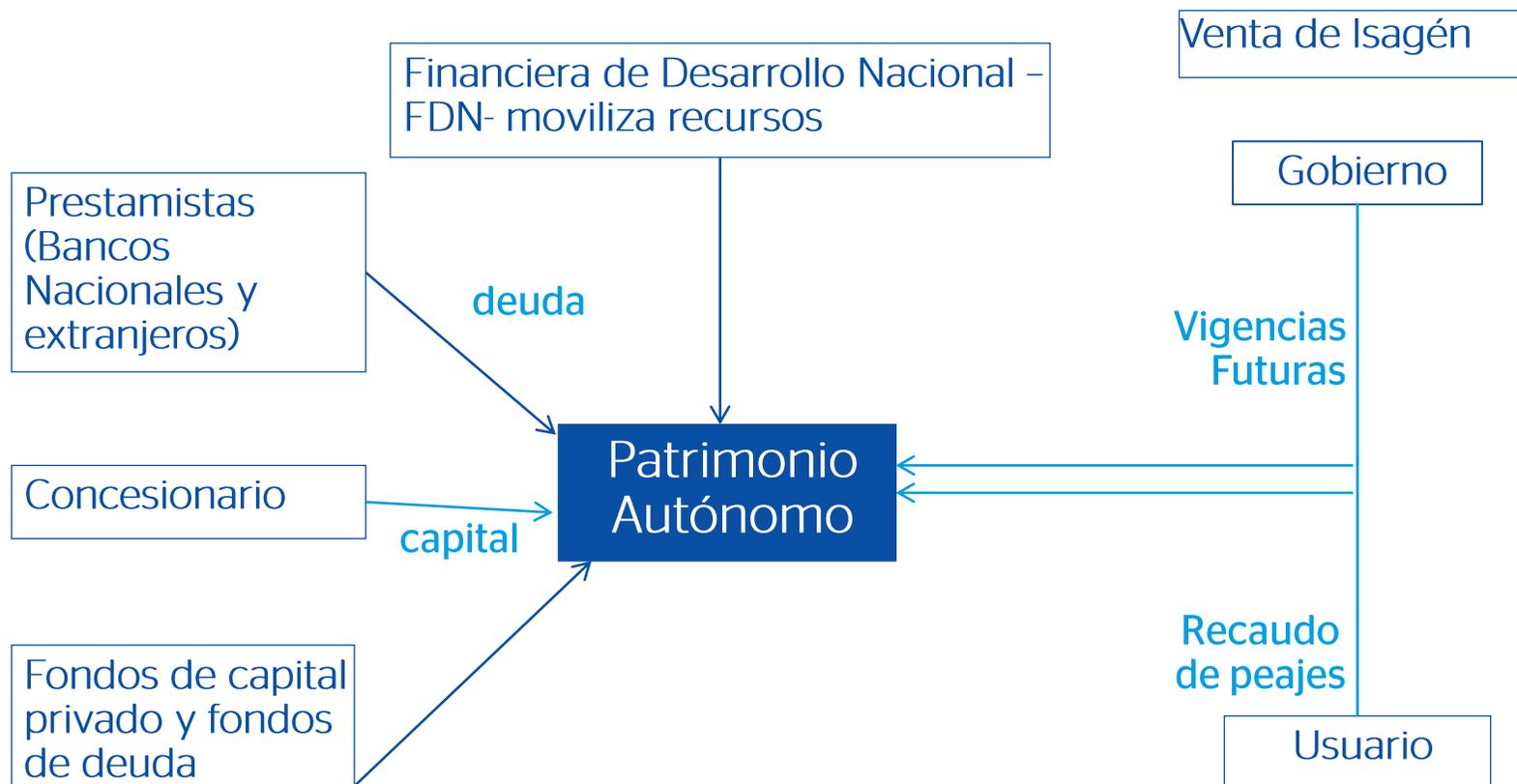
Num. Proyectos: 9	2015								Total		Fecha de adjudicación
	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Inversión (COP bll)	kms	
Segunda ola											
Puerta de Hierro - Palmar de Varela - Cruz del Viso	■								0.34	195	19-may-15
Sisga - El Secreto	■								0.54	137	25-may-15
Villavicencio - Yopal		■							1.29	264	01-jun-15
Santana - Mocoa - Neiva		■							0.99	447	09-jun-15
Santander de Quilichao - Popayán		■							1.07	77	16-jun-15
Rumichaca - Pasto		■							1.52	80	24-jul-15
B/manga - B/bermeja - Yondó			■						1.05	130	06-jul-15
Autopista Mar 1		■							1.47	176	30-jun-15
Autopista Mar 2			■						1.56	246	15-jul-15
Total									9.83	1,752	

■ Adjudicación

5

Financiación del plan de infraestructura de 4G

La magnitud del programa exige de diferentes fuentes de financiación



El límite de inversión de los fondos de pensiones en 4G se ha ampliado

Fondos de capital privado – FCP –

(permitido desde antes del 4G).

- Fondos de Pensiones Conservador y Retiro Programado: no se permite.
- Fondo de Pensiones Moderado: hasta un 5% del valor del fondo
- Fondo de Pensiones de Mayor Riesgo: hasta un 7% del valor del fondo
- Portafolio de Largo Plazo Cesantías: hasta un 5% del valor del fondo
- Portafolio de Corto Plazo Cesantías: no se permite

Inversión en deuda (Decreto 816 de 2014)

El decreto 816 de abril de 2014 permite la inversión de los fondos de pensiones a través de deuda. Los Fondos de capital privado “podrán invertir en deuda emitida por un concesionario constituido para desarrollar proyectos de infraestructura bajo el esquema de Asociaciones Público Privadas (APP) descrito en la Ley 1508 de 2012, en forma directa o indirecta a través de un patrimonio autónomo o una universalidad. Así mismo podrán otorgar créditos y comprar cartera, siempre que en ambos casos estén destinados a la financiación de dichos proyectos”.

Conclusiones

- Colombia ha logrado avances importantes en los últimos años en materia social institucional y de crecimiento.
- Sin embargo el país presenta un gran rezago en términos de infraestructura.
- Se ha avanzado en la dirección correcta. Se han adjudicado y se han firmado los contratos de los 9 proyectos de la primera ola de 4G y se ha avanzado en la segunda ola y en APP de Iniciativa Privadas. Sin embargo persisten algunos problemas con relación a las licencias ambientales y con comunidades. Está pendiente de cerrarse la estructura que se crearán para el cierre financiero.
- El plan de infraestructura de 4G potenciará aumentos en el PIB potencial de Colombia, Los esfuerzos están dados en ese sentido.

Contactos

Colombia**Juana Téllez**

Economista Jefe

juana.tellez@bbva.com

Equipo

Fabián García

Economista Senior

fabianmauricio.garcia@bbva.com**Mauricio Hernández**

Economista Senior

mauricio.hernandez@bbva.com**María Claudia Llanes**

Economista Senior

maria.llanes@bbva.com**José Vicente Romero**

Economista Principal

josevicente.romero@bbva.com**Jorge Avellaneda**

Estudiante en práctica

jorgeluis.avellaneda@bbva.com**Mariana Toro**

Estudiante en práctica

mariana.toro@bbva.com**Eugenio Camacho**

Estudiante en práctica

eugeniojose.camacho@bbva.com

www.bbvaresearch.com

Aviso legal

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos. BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA, S.A. es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.