

**MUNICIPALIDAD DE CIUDAD DEL ESTE (MCDE)**

 PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: **G1**  
 RES. DE LA JUNTA MUNIC.: **N° 027/2013**

 MONTO EMITIDO: **G. 20.000.000.000**

 CORTE DE CALIFICACIÓN: **AGOSTO/2018**

CALIFICACIÓN	FECHA DE 3ª	FECHA DE 4ª	<b>Analista:</b> Econ. Adriana M. Castillo M. <a href="mailto:acastillo@solventa.com.py">acastillo@solventa.com.py</a> <b>Co analista:</b> Econ. José M. Aquino S. <a href="mailto:jaquino@solventa.com.py">jaquino@solventa.com.py</a> <b>Tel.:</b> (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209
	ACTUALIZACIÓN	ACTUALIZACIÓN	
	AGOSTO/2018	ENERO/2019	
P.E.G. G1	pyE	pyB	
TENDENCIA	-	ESTABLE	"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones"

**El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa S.A. no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.**

BREVE RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN			
CARACTERÍSTICAS	DETALLES		
Emisor	Municipalidad de Ciudad del Este (MCDE)		
Aprobado por Resolución JM N°	027/2013 en fecha 03 de Diciembre del 2013.		
Denominación del Programa	G1		
Monto y Moneda del Programa	G. 90.000.000.000.		
Monto Emitido y Colocado	G. 20.000.000.000.		
Monto Anulado	G. 70.000.000.000.		
Series Vigentes	Monto Emitido	Interés	Vencimiento
N	4.000.000.000.	15,5%	28/8/2020
Pago de Intereses	Bianual.		
Plazo de Vencimiento	Hasta 10 (diez) años.		
Destino de Fondos	80,0% a inversiones físicas y 20,0% a otros		
Garantía	Sin Garantías.		
Rescate Anticipado	No se prevé rescate anticipado.		
Agente Organizador y Colocador	Valores Casa de Bolsa S.A.		

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global G1 de la Municipalidad de Ciudad del Este.

**FUNDAMENTOS**

La ratificación de la calificación del Programa de Emisión Global G1 de la Municipalidad de Ciudad del Este (MCDE) recoge las limitaciones en el flujo de caja de la institución debido a una importante participación de gastos corrientes y de deuda flotante sobre los ingresos totales, que comprometen continuamente las futuras recaudaciones y restringen su flexibilidad financiera, además de la cobertura de mayores servicios e inversiones. Igualmente, contempla los desafíos para diversificar y ampliar su base de ingresos, unido a la dependencia de las transferencias de recursos vía Gobierno Central para la ejecución de su plan anual de inversiones físicas.

Asimismo, toma en cuenta las condiciones propias de las instituciones municipales en materia de capital humano, disponibilidad de informaciones, estructura tributaria y evasión de impuestos. Igualmente, incorpora los desafíos para mejorar el ambiente de control interno y externo.

En contrapartida, la nota considera el cumplimiento de los compromisos financieros con respecto a los bonos emitidos, así como el menor saldo pendiente de este, sumado a la autorización de la Junta Municipal para el destino de hasta el 50% de los recursos obtenidos vía transferencias para el repago de los bonos, además de los recursos disponibles, otorgando esto una mayor previsibilidad financiera.

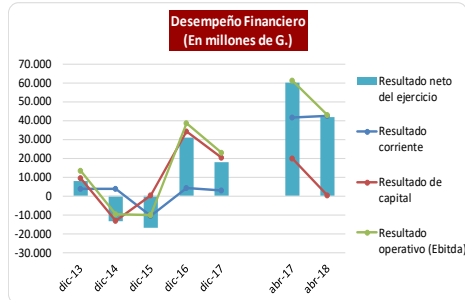
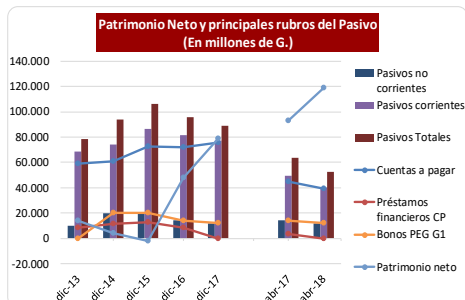
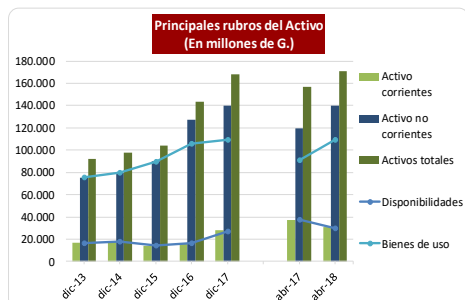
La MCDE tiene a su cargo la administración de los bienes y servicios públicos de Ciudad del Este, capital del departamento de Alto Paraná. Es un órgano de gobierno local con personería jurídica, autonomía y autarquía en la recaudación de recursos, de acuerdo con la Constitución y en su marco normativo, Ley N° 3.966/10 Orgánica Municipal (LOM).

El gobierno municipal es ejercido por el Intendente y por la Junta Municipal. El primero ejerce funciones ejecutivas y actúa como representante legal, mientras que la segunda cumple funciones legislativas y de control. Al cierre de agosto de 2018, la MCDE ha alcanzado una ejecución presupuestaria de sus ingresos y egresos de 47% y 32%, respectivamente, manteniéndose en niveles acotados.

Esto toma relevancia al considerar que sus egresos por lo general reflejan estabilidad a lo largo del ejercicio, mientras que sus ingresos disminuyen. Lo anterior se evidencia en elevados niveles de liquidez durante el primer cuatrimestre del año, y luego se ajustan en los últimos meses del año (0,75 veces a abril 2018 versus 0,36 a diciembre 2017). Esto genera a su vez deudas de arrastre, situación que se replica anualmente.

Por otra parte, los resultados obtenidos al corte analizado y las transferencias de fondos del Gobierno del 2017 han fortalecido sus recursos disponibles hasta G. 29.681 millones a abril de 2018, aunque gran parte de estas se encuentran restringidas para su ejecución en inversiones físicas, y en menor medida en tecnología y educación.

Con relación al desempeño financiero, sus ingresos totales han crecido de manera continua en los últimos años, si bien han disminuido en 20% hasta G. 78.215 millones a abril 2018, producto del retraso de transferencias de recursos por parte del Gobierno. Por su parte, sus ingresos corrientes han aumentado interanualmente 4%. Sin embargo, la mayor parte de estos están comprometidos en la cobertura de sus egresos corrientes, principalmente en servicios personales.



Al corte analizado, sus activos totales han alcanzado G. 171.203 millones y un crecimiento interanual de 9%, explicado sobre todo por el incremento en sus activos corrientes, y, en menor medida, por créditos a largo plazo por obras en ejecución. Por su parte, los pasivos se han reducido en los últimos años, cerrando en G. 52.227 millones a abril 2018. El pago de deudas a proveedores, por emisiones de bonos y préstamos financieros explica lo anterior. Igualmente, es importante señalar que, al cierre de agosto 2018, ha amortizado la tercera serie del PEG G1, de G. 8.000 millones. En contrapartida, su patrimonio neto ha crecido sostenidamente, cerrando en G. 118.975 millones al corte analizado.

Los niveles señalados anteriormente han mejorado gradualmente el desempeño de sus indicadores de endeudamiento, de 0,41 veces a 0,31 veces entre abril 2017 y 2018. Igualmente, su apalancamiento ha disminuido hasta 0,44 veces su patrimonio neto (vs 0,67 en abril 2017).

#### TENDENCIA

La tendencia asignada a la calificación es "Estable" considerando el cumplimiento de obligaciones financieras asociadas al repago de la serie 3 del PEG G1, posterior al corte analizado, lo que debería otorgarle mayor flexibilidad financiera. No obstante, toma en cuenta los desafíos a los que se enfrenta MCDE en materia cualitativa, a raíz de una debilitada coyuntura política, lo que podría incidir en el deterioro de la gestión de su administración, por un lado, y de índole cuantitativa, considerando los acotados niveles de ejecución de sus ingresos.

Solventa quedará expectante sobre las mejoras que pudieran realizarse en el ámbito de la gestión administrativa y de control interno, que permitan enfrentar eventuales riesgos y compromisos. Igualmente, monitoreará el ambiente político existente, teniendo en cuenta el proceso de intervención que atraviesa la comuna.

#### FORTALEZAS

- Transferencias de fondos vía Gobierno Nacional respaldan el repago de la emisión de bonos del PEG G1.
- Autonomía en la generación de recursos propios como órgano administrador de Ciudad del Este, capital del Alto Paraná, con importante flujo comercial y turístico en la zona fronteriza.
- Recaudaciones evolucionan positivamente de forma interanual, con mayores posibilidades de expansión, dado el importante desarrollo económico de la ciudad.

#### RIESGOS

- Acotada ejecución de sus ingresos y rigidez de sus egresos, sobre todo en salarios, se traducen en recurrentes deudas flotantes que limitan su flexibilidad financiera y comprometen recursos futuros.
- Debilidades en el ámbito de control interno y externo.
- Desafíos de índole cualitativo para mejorar y ampliar la base tributaria, reducir la evasión y fortalecer la calidad de recursos humanos, entre otros.
- Gobernabilidad sujeta a ciclos políticos.
- Importante dependencia de transferencias de capital para la ejecución de inversiones físicas.
- Economía local sensible a la volatilidad del tipo de cambio en países fronterizos.

## PERFIL POLÍTICO Y ADMINISTRATIVO

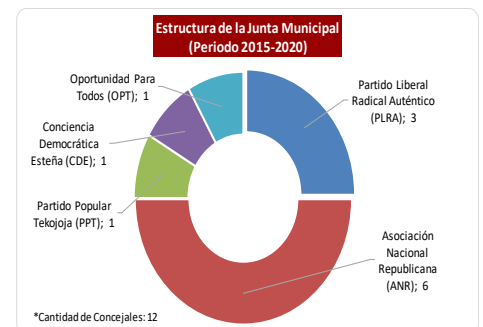
### MARCO POLÍTICO E INSTITUCIONAL

Entorno de gobernabilidad se ha debilitado en los últimos años. Desafíos estructurales de las municipalidades en materia de controles, capital humano, entre otros

De acuerdo a lo establecido en la Constitución del Paraguay y la Ley N° 3.966 Orgánica Municipal (LOM), las municipalidades son constituidas como órganos de gobierno local, con personería jurídica, autonomía política, administrativa, normativa, así como autarquía en lo que refiere a sus ingresos e inversiones. Esto es, ninguna institución estatal puede apropiarse de los ingresos o recaudaciones de los municipios.

Estructuralmente, en lo que respecta a su gestión administrativa, la dirección de la MCDE recae en la Intendencia Municipal (órgano ejecutivo), mientras que el brazo legislativo o contralor lo hace la Junta Municipal, conformada por doce concejales. Ambas dependencias son elegidas en elecciones municipales cada cinco años, contemplando la reelección de hasta dos periodos de manera consecutiva para la Intendencia, e indefinida al tratarse de los concejales.

Al respecto, las actuales autoridades han sido electas en los comicios municipales del 2015, siendo reelecta para su segundo mandato sucesivo la Sra. Sandra McLeod. En el mismo periodo, la Junta Municipal fue renovada en un 75%, diversificando su composición por integrantes de diferentes partidos políticos. Los concejales de la Asociación Nacional Republicana (ANR, Partido Colorado), que responden al signo político de la Intendente, poseen seis bancas para el periodo 2015-2020.



En cuanto a los controles, la LOM y la Ley N° 276/94 de la Contraloría General de la República (CGR) otorgan a esta última la facultad de fiscalizar los bienes públicos, la ejecución presupuestaria, requerir información fiscal y sobre el patrimonio, realizar auditorías administrativas, financieras, operativas y de gestión a las entidades públicas, incluyendo a los municipios.

Sin embargo, debilidades existentes en el marco jurídico-institucional han generado conflictos de competencia entre la CGR y el Tribunal de Cuentas (TC), con acciones de inconstitucionalidad ante la Corte Suprema de Justicia. Esto ha debilitado el rol fiscalizador de la CGR en los últimos años.

Al respecto, la MCDE ha recurrido al TC para la rendición de cuentas, en tanto que la CGR ha sido la responsable de las revisiones específicas sobre la ejecución de transferencias de recursos del Gobierno Central (GC). Resulta importante señalar que no se han realizado aperturas a auditorías privadas sobre los estados financieros en los últimos dos ejercicios, lo cual sumado a lo anterior, reflejan acotados niveles de control. Sin embargo, se encuentra en proceso una intervención sobre la gestión del Intendente, solicitada por la Junta Municipal, situación que ha debilitado el ambiente político en la zona, y podría afectar el normal funcionamiento del municipio.

A fin de ceñirse a la Ley N° 5.189/14, que establece la obligatoriedad de la provisión de informaciones en el uso de recursos públicos sobre remuneraciones y otras retribuciones a los funcionarios, la MCDE difunde de forma periódica, a través de su página web, documentos de relevancia como estados financieros, rendición de cuentas, informes de auditoría y otras como gastos en salarios y gratificaciones, esto ha mejorado ligeramente los niveles de transparencia.

Respecto a la estructura de organización interna, posee quince direcciones y sus correspondientes subdivisiones, secretarías y otras unidades operativas, en línea a las complejidades y necesidades de la ciudad.

Por otro lado, los funcionarios municipales se rigen por la Ley de la Función Pública N° 1.626/00, y la LOM. Esta última ha establecido que, a partir del año 2015, los egresos en servicios personales no podrán superar el 60% del total de los ingresos corrientes del ejercicio anterior.

Considerando factores políticos e históricos, la importante estructura de funcionarios representan un alto costo de oportunidad en la reorientación de sus recursos tributarios hacia inversiones que generen impacto positivo en los contribuyentes. Lo anterior, recoge aún mayor relevancia dado el alto grado de evasión de impuestos y complejidad de la base impositiva, conllevando bajos niveles de recaudaciones.

Por su parte, la LOM establece que los municipios (salvo el de Asunción) deben transferir el 30% de las recaudaciones de impuestos inmobiliarios a gobiernos departamentales y municipios de menores recursos. Asimismo, la MCDE percibe recursos financieros del GC vía *royalties* y compensaciones y Fondo Nacional de Inversión Pública y Desarrollo (FONACIDE). Estos se encuentran vinculados a la capacidad de generación de energía eléctrica de las entidades binacionales Itaipú y Yacyretá. Resulta importante mencionar que estos fondos deben destinarse a gastos de capital en inversiones físicas en 80% y pagos corrientes asociados a estos en 20%.

Al respecto, la Ley N° 4.841/12, que determina la distribución de los *royalties* y compensaciones en función de los territorios inundados, ha establecido a Ciudad del Este como municipio afectado. Esto ha aumentado el flujo de recursos percibidos en los últimos años, totalizando G. 53.237 millones a diciembre 2017. Si bien esto ha beneficiado a la flexibilidad financiera y desarrollo de inversiones físicas con impacto positivo en los contribuyentes, ha registrado una importante dependencia de estos recursos, posponiendo otras acciones que pudieran fortalecer sus recursos genuinos.

La transferencia estimada en flujos de capital, por el Tesoro Público a la MCDE, para el ejercicio 2018 ha sido de G. 34.952 millones. Si bien a abril 2018 no registraba ingresos por esta vía, a septiembre ha recibido G. 13.167 millones, según Ministerio de Hacienda (MH).

Por último, se señala que la transferencia de estos fondos está sujeta a la auditoría cuatrimestral de gestión del municipio por parte de la CGR. Además, estos se encuentran sujetos a cierta volatilidad, relacionada a la producción de la hidroeléctrica, a fluctuaciones del tipo de cambio, retrasos asociados a la gestión pública, entre otros.

## **ECONOMÍA LOCAL Y REGIONAL**

**La MCDE administra los recursos, bienes y servicios públicos de Ciudad del Este, altamente ligada al comercio fronterizo y al turismo, sensibles a los ciclos económicos**

Ciudad del Este (CDE), capital del departamento de Alto Paraná, cuenta con una superficie de 104 km<sup>2</sup> y una población de más de 310.000 habitantes, constituyéndose en la segunda ciudad más poblada del país.

La MCDE es responsable de la administración y representación de los bienes e ingresos de esta ciudad, así como de la provisión de servicios públicos en general. Dada su cercanía a ciudades fronterizas como Argentina y Brasil, al igual que otras importantes de Alto Paraná, como Hernandarias, Presidente Franco y Minga Guazú, recibe un importante flujo de personas, aumentando la demanda por servicios, situación que conlleva costos extraordinarios para el municipio.

Las actividades comerciales y de servicios, principalmente aquellas de reexportación de bienes de capital, conforman el motor económico de CDE. Cabe señalar que esta se constituye como una de las ciudades de turismo de compras más importante del país y la región. Además, la economía de Alto Paraná está basada principalmente en la agricultura, siendo uno de los mayores productores de soja del país, así como las actividades ganaderas e industriales, favoreciendo el

desarrollo e instalación de nuevas empresas en la capital del mencionado departamento. La base de ingresos propios de la MCDE provienen principalmente del cobro de impuestos inmobiliarios y patentes comerciales.

Sin embargo, la importante situación de informalidad en la que operan muchos comercios, la baja cultura impositiva de la población, y la amplitud y complejidad de categorías y tasas de los tributos, repercuten en la recaudación de impuestos. Estos son importantes retos para la MCDE en lo que refiere a su capacidad de incrementar sus ingresos propios, los cuales se han mantenido en niveles bajos en los últimos años.

Además, las condiciones económicas en CDE aún presentan desafíos, en parte relacionados a restricciones comerciales en la frontera brasileña. Igualmente, la capacidad financiera de negocios vinculados al sector agrícola ha sido afectada por la retracción en los precios internacionales de los *commodities*. En ese sentido, la inestabilidad económica de los países vecinos seguirá afectando al país en general, y a CDE en particular, dada la dependencia del poder adquisitivo de estos, ya que se trata de un negocio triangular determinado por la importación.

## **ADMINISTRACIÓN Y FINANZAS PÚBLICAS**

### **Acotada capacidad de ejecución presupuestaria incide en sostenidos déficits. Fuertes debilidades en materia de gobierno corporativo**

Los recursos de la Municipalidad de Ciudad del Este provienen de (i) ingresos corrientes, vinculados a impuestos, tasas y derechos sobre el patrimonio (inmuebles, rodados, comercio e industria); (ii) transferencias de capital; y (iii) recursos de financiamiento, con fondos internos y externos.

En lo que refiere a su desempeño, los ingresos por tributos han evidenciado una tendencia creciente en el último periodo, aunque reflejando una menor incidencia sobre los ingresos totales dado el aumento de las transferencias de capital, por un lado, y el apalancamiento vía operaciones con el mercado bursátil, por el otro. No obstante, estos ingresos son absorbidos por la rígida e importante estructura de gastos en funcionarios y deudas flotantes de ejercicios anteriores.

Así, el periodo de mayores ingresos tributarios ocurre durante el primer cuatrimestre de cada ejercicio, atendiendo los plazos de vencimiento de los impuestos comerciales e inmobiliarios, para luego ir ajustándose de forma paulatina, registrando una menor incidencia en el último cuatrimestre.

Cabe señalar que cada municipio dispone de autonomía y autarquía para su adecuado funcionamiento, conforme a lo estipulado en la Constitución Nacional. Al respecto, la gestión administrativa y financiera es responsabilidad de la Intendencia Municipal, en tanto que la rendición de cuentas recae sobre la Junta Municipal.

Por su parte, el régimen tributario municipal, estipulado en la Ley N° 135/91, concede a la institución una amplia, aunque compleja, base de impuestos, tasas y contribuciones, que incorporan nuevamente una serie de subcategorías y tasas. Esto genera limitaciones estructurales en la capacidad de fortalecimiento de sus ingresos, y una excesiva burocracia que favorece a la evasión de impuestos y dificultan la gestión de cobranzas. Bajo este escenario, aún quedan pendientes los avances en materia de planificación y gestión que posibiliten mejorar la eficiencia en la asignación de recursos.

Una práctica usual en los municipios constituye la inflación de sus ingresos a lo largo de cada ejercicio, que, ante su acotada ejecución, la complejidad de sus actividades y rigidez de su estructura de gastos, conllevan en deudas flotantes cuyos pagos se realizan en periodos posteriores, comprometiendo recursos futuros y limitando la posibilidad de una mayor flexibilidad financiera. Esta situación se replica en la MCDE.

Por su parte, el presupuesto vigente a agosto de 2018, incluidas las ampliaciones, refleja una disminución de 2% respecto al mismo corte del 2017 (G. 315.081 millones vs G. 317.422 millones). Esto, luego de la reducción en 41% de los ingresos de capital proyectados para el 2018, principalmente. Asimismo, sus ingresos corrientes (impuestos, multas, tasas, etc.) proyectados son estables entre el 2017 y 2018.

La estructura de sus ingresos para el 2018 se compone de 78% en ingresos corrientes, 13% recursos de capital, y el restante corresponde a recursos de financiamiento. Al cierre del segundo cuatrimestre, los ingresos corrientes han alcanzado G. 115.143 millones y una ejecución de 47%, (misma proporción que un año antes), cifra que representa el 79% de sus ingresos totales, seguido del saldo inicial de caja (20%). Este mayor nivel se encuentra explicado por un incremento en las recaudaciones tributarias, de los impuestos a la propiedad y patentes comerciales, principalmente. Anualmente, este porcentaje se ha ubicado en torno a 60% entre 2013 y 2017.

Esto adquiere mayor relevancia al tomar en cuenta el menor ciclo de recaudaciones a partir del segundo cuatrimestre de cada ejercicio, sobre todo al considerar su importante estructura de gastos en servicios personales (salarios).

La composición de los ingresos corrientes se ha mantenido sin variables significativas, conformada principalmente por ingresos tributarios, que responde a impuestos de patentes comerciales en 39% e impuestos inmobiliarios en 32%.

En lo que refiere a los ingresos por transferencia de fondos, si bien se ha observado una tendencia creciente en el periodo 2015-2017, su ejecución ha sido variable debido a retrasos y/o burocracia del GC para transferirlos. Al respecto, se ha observado una ejecución de 32% en los ingresos señalados a agosto de 2018, en comparación al promedio de 33% en los últimos tres años. El municipio refleja una importante dependencia de estas transferencias, sobre todo para la ejecución de su programa anual de obras físicas.

Por otra parte, sus gastos han evidenciado un nivel de ejecución de 49% (en promedio) entre el 2014 y 2017, y de 47% al corte analizado. No obstante, al tomar en cuenta la deuda total asumida, incluyendo las obligaciones pendientes de pago, el promedio de ejecución de gastos asciende a 61%, para el mismo periodo. Aquí se destaca el elevado cumplimiento de sus compromisos financieros y con el mercado de valores, y otros gastos corrientes (deuda flotante). En contrapartida, la ejecución de sus gastos en inversión física y transferencias de capital permanece acotada.

Considerando la composición de sus gastos, se ha evidenciado un mayor peso de los servicios personales sobre los egresos totales, alcanzando un 27% a agosto 2018 (versus 28% en agosto/2017), en tanto que la media de los últimos cinco años ha estado en torno a 32%.

Resulta importante mencionar que, de acuerdo con lo establecido en la LOM, el 30% de las recaudaciones por impuestos inmobiliarios debe ser transferido a los gobiernos departamentales y municipios de menores recursos, al igual que una fracción de los royalties y compensaciones.

EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA*	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	ago-17	ago-18
Ingresos Corrientes	66,6%	63,3%	64,3%	55,2%	56,5%	47,2%	47,0%
Ingresos de Capital	59,2%	72,6%	80,8%	57,3%	70,7%	72,9%	31,7%
Recursos de Financiamiento	100,0%	37,7%	49,2%	39,6%	62,2%	62,2%	71,4%
<b>Ingresos Totales</b>	<b>67,1%</b>	<b>55,9%</b>	<b>63,4%</b>	<b>53,3%</b>	<b>59,7%</b>	<b>52,9%</b>	<b>47,1%</b>
Servicios Personales	67,6%	69,8%	66,2%	70,8%	62,4%	45,7%	40,7%
Servicios No Personales	36,2%	48,0%	78,9%	39,2%	60,1%	37,6%	34,7%
Bienes de Consumo e Insumos	33,3%	36,7%	48,3%	26,3%	20,5%	16,3%	27,0%
Inversión Física	36,5%	27,6%	31,2%	20,4%	36,2%	26,3%	14,2%
Otros Gastos Corrientes	78,0%	78,7%	80,7%	16,0%	13,7%	13,5%	17,0%
Servicio de la Deuda Pública	90,1%	95,3%	82,4%	84,2%	99,4%	73,3%	50,8%
Transferencias	52,0%	63,2%	70,1%	55,2%	60,4%	46,1%	45,8%
Otros Gastos de Capital	17,4%	42,0%	10,4%	39,2%	42,7%	42,6%	45,8%
<b>Egresos Totales*</b>	<b>55,5%</b>	<b>50,4%</b>	<b>58,3%</b>	<b>42,7%</b>	<b>44,8%</b>	<b>33,5%</b>	<b>31,8%</b>
<b>Egresos Totales + OPP</b>	<b>70,5%</b>	<b>59,8%</b>	<b>72,8%</b>	<b>52,1%</b>	<b>60,0%</b>	<b>38,9%</b>	<b>21,9%</b>

## SITUACIÓN FINANCIERA

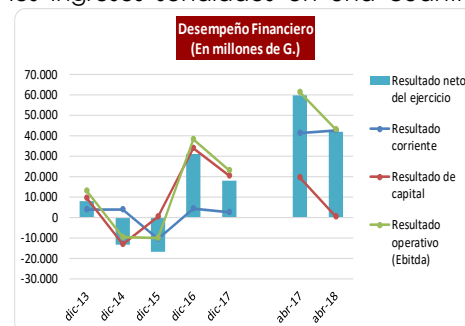
### ANÁLISIS DE LOS INGRESOS Y EGRESOS

Si bien sus ingresos han crecido, la rigidez de sus gastos en servicios personales y la dependencia de transferencias de capital, inciden en su capacidad de generación de resultados

Los ingresos propios de la MCDE han reflejado una tendencia creciente entre el 2012 y 2017, mientras que las transferencias del GC han registrado un comportamiento variable. Al respecto, se señala que, al cierre de agosto de 2018, dichas transferencias han alcanzado G. 12.488 millones, inferior a lo percibido al mismo corte del año anterior (G. 45.681) a consecuencia de retrasos puntuales por parte del MH. En contrapartida, su rígida estructura de gastos corrientes, principalmente en salarios y remuneraciones extraordinarias todavía absorben los ingresos señalados en una cuantía considerable, con efectos sobre sus niveles de inversión física.

Al corte analizado, los ingresos corrientes han alcanzado G. 115.142 millones, casi similar a lo alcanzado un año antes, esto, considerando la menor proporción recibida de recursos corrientes del Tesoro Nacional. En contrapartida, sus recaudaciones han crecido, sobre todo en impuestos sobre bienes, servicios, multas y derechos no tributarios.

En ese sentido, adquiere relevancia el significativo soporte que representan estas transferencias dentro de sus ingresos, habiendo pasado de G. 20.374 millones a G. 46.444 millones entre el 2012 y 2017, y su participación es de 25% sobre los ingresos totales al cierre del último ejercicio.



Por su parte, la mayor concentración de sus egresos corrientes aun recae sobre los servicios personales con un peso de 35% al corte evaluado. La gestión de cobranzas es clave durante los primeros meses del año, dada la tendencia descendente de las recaudaciones en los meses posteriores. Por su parte, los egresos han expuesto históricamente cierta estabilidad en su ejecución, incluso a un ritmo creciente en el último periodo de cada ejercicio. La relación entre gastos en servicios personales e ingresos corrientes se mantiene elevada, en 57% a diciembre 2017, y en 30% a agosto de 2018.

Con todo, los gastos corrientes demostraron un leve aumento de 3,3% hasta G. 79.311 millones al corte analizado, explicado por el incremento en los servicios no personales, por un lado, y una disminución de sus principales rubros (servicios personales y no personales), por el otro.

Por otro lado, al cierre del ejercicio 2017, y a diferencia del 2016, las inversiones físicas han registrado un aumento importante, alcanzando G. 26.128 millones (versus G. 898 millones un año antes). Dichas inversiones son cubiertas principalmente con transferencias de capital del GC, las cuales han favorecido el desempeño de su resultado operativo y neto, sobre todo en el 2016.

Si bien a abril de 2018 ha alcanzado un superávit elevado, aunque por debajo del periodo anterior, a partir del menor nivel de recepción de transferencias de fondos, la ejecución presupuestaria al cierre del segundo cuatrimestre permanece acotada. En la medida que los ingresos/egresos de capital permanezcan en niveles ajustados, y dada la estacionalidad de sus recaudaciones, sus utilidades deberían reducirse conforme transcurren los meses.

En líneas generales, la MCDE aún presenta una menor capacidad de generación de recursos que permitan saldar sus obligaciones en tiempo y forma, al considerar las constantes deudas de arrastre, algunas de las cuales incluso son del 2012.

## LIQUIDEZ Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Gastos en salarios, la estacionalidad de las recaudaciones y recurrentes deudas flotantes limitan su liquidez, si bien ha mejorado con las transferencias de capital en los últimos años

Los ingresos de la MCDE han aumentado progresivamente en los últimos años, impulsados por sus recaudaciones y las transferencias del GC, aunque se mantienen ajustados para hacer frente a sus obligaciones corrientes. Esto ha generado deudas pendientes de pago al cierre de cada ejercicio, comprometiendo los recursos a recaudar en periodos siguientes.

Sus disponibilidades representan el 95% sobre los activos corrientes al corte de abril 2018, y han demostrado una relativa volatilidad los últimos años, disminuyendo en 21% en términos interanuales, hasta G. 29.682 millones. Desde el 2012, el flujo de recursos de capital provenientes de *royalties*, compensaciones y de Fonacide ha crecido de manera relevante, lo que ha incrementado sus recursos disponibles.

Al respecto, estas transferencias constituyen la mayor parte de sus recursos líquidos, los cuales deben depositarse en cuentas exclusivas, y deben ser destinados a inversiones en infraestructura, proyectos de desarrollo educacional y tecnológicos.

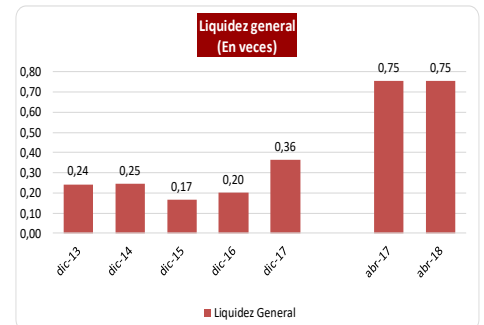
Por otro lado, se ha observado una tendencia decreciente en sus pasivos de corto plazo, reflejando una contracción interanual de 19%, hasta G. 40.210 millones al corte evaluado. Esto, producto de la cancelación de sus deudas financieras y la disminución de cuentas a pagar. No obstante, por lo general, estas tienden a crecer a medida que sus recaudaciones comienzan a decaer en el transcurso del año. Esta situación se ha replicado durante toda la serie evaluada.

Un aspecto importante para considerar es que parte de sus compromisos corrientes se encuentran expuestos a largo plazo. Estos corresponden al capital de la serie 3 del PEG G1 (G. 8.000 millones), cuyo vencimiento ha sido en agosto 2018, siendo amortizado en tiempo y forma, con transferencias de capital recibidas posterior al corte analizado.

Con esto, el ratio que mide la liquidez inmediata (disponibilidades/pasivo corriente) se ha mantenido relativamente estable, en 0,74 veces al cierre de abril 2018. Incluyendo la porción no corriente, este debería reducirse hasta 0,62 veces. Además, este indicador tiende a ajustarse en los meses posteriores, coherente con la estacionalidad de sus cobranzas, mientras que sus egresos, sobre todo en servicios personales y de operación, reflejan una marcada estabilidad.

Se señala que, sin tomar en cuenta los recursos de financiamiento, la MCDE ha reportado continuos déficits presupuestarios, lo cual adquiere mayor relevancia al considerar las obligaciones pendientes de pago de ejercicios anteriores.

Finalmente, las estrategias que pudiera implementar la DAF para fortalecer sus recaudaciones y contener sus pesados gastos en salarios, se tornan claves para disminuir sus deudas y mejorar su posición de liquidez a corto y mediano plazo.



## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DEL PASIVO

Gradual disminución de los pasivos en el último periodo ha incidido en menores niveles de endeudamiento

Al corte analizado, la MCDE ha mostrado una disminución paulatina en sus índices de endeudamiento y apalancamiento, bajo un contexto en el que sus pasivos han disminuido ligeramente en los últimos dos años.

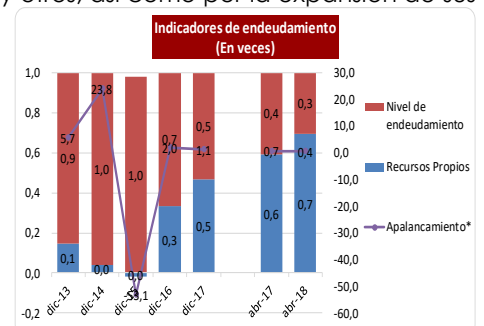
Los activos totales de la comuna han crecido interanualmente en 9%, hasta G. 171.203 millones al cierre evaluado, producto del incremento de sus activos fijos, atendiendo el revalúo de los bienes inmuebles y otros, así como por la expansión de sus créditos a largo plazo vinculados a obras civiles en ejecución.

Por su parte, los pasivos totales han disminuido en 18% entre abril 2017 y 2018, hasta G. 52.227 millones, luego de la cancelación de parte de sus deudas a corto plazo y la amortización de intereses correspondiente a los fítulos emitidos en el mercado de valores. Al respecto, a la fecha del informe, las deudas por emisiones se han reducido en G. 8.000 millones, luego del pago de la serie 3 en fecha 31/08/2018.

Sin embargo, las cuentas por pagar, principalmente por salarios y proveedores, se han acumulado en el tiempo, aunque reflejando una disminución en el último periodo, cerrando en G. 33.461 millones al corte de abril 2018.

Por otro lado, la posición patrimonial del municipio se ha fortalecido en los últimos dos ejercicios, principalmente a raíz de los resultados netos obtenidos. Así, al corte analizado, su patrimonio neto ha logrado su nivel máximo (G. 118.975 millones), exponiendo un crecimiento en el orden de 28% respecto a abril de 2017.

Con todo, sus indicadores de endeudamiento y apalancamiento han presentado una tendencia decreciente en los últimos periodos, de 0,7 veces y 2,0 veces a diciembre 2016, a 0,4 veces y 0,7 veces al corte analizado, respectivamente. De igual manera, la cobertura del pasivo (EBITDA/Pasivo) también ha mejorado, logrando un índice de 1,2 veces a abril 2018. Esto indica que, dada la capacidad de generación de la MCDE y el tamaño de sus compromisos, le tomaría 1,2 cuatrimestres poder cubrirlos. Sin embargo, este indicador debería desmejorar naturalmente al cierre del ejercicio.



**MUNICIPALIDAD DE CIUDAD DEL ESTE (MCDE)**  
**Resumen estadístico de la situación económica, patrimonial y financiera**  
*En millones de guaraníes, en veces y en porcentaje*

<b>PRINCIPALES CUENTAS</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>	<b>abr-17</b>	<b>abr-18</b>	<b>Variación</b>
Disponibilidades	16.629	18.228	14.397	16.432	27.001	37.473	29.682	-21%
Créditos a cobrar	0	0	0	0	1.126	0	1.539	n/a
<b>Activo corrientes</b>	<b>16.629</b>	<b>18.228</b>	<b>14.397</b>	<b>16.432</b>	<b>28.127</b>	<b>37.473</b>	<b>31.221</b>	<b>-17%</b>
Bienes de uso	75.244	79.594	89.720	105.719	109.631	91.318	109.631	20%
<b>Activo no corrientes</b>	<b>75.351</b>	<b>79.706</b>	<b>89.840</b>	<b>127.134</b>	<b>139.974</b>	<b>119.378</b>	<b>139.982</b>	<b>17%</b>
<b>Activos totales</b>	<b>91.980</b>	<b>97.934</b>	<b>104.237</b>	<b>143.566</b>	<b>168.101</b>	<b>156.851</b>	<b>171.203</b>	<b>9%</b>
Cuentas a pagar	59.018	60.958	72.455	71.713	75.949	44.881	38.943	-13%
Préstamos financieros CP	8.212	11.750	12.500	8.500	0	3.500	0	-100%
Títulos de crédito interno	1.267	1.267	1.267	1.267	1.267	1.267	1.267	0%
<b>Pasivos corrientes</b>	<b>68.497</b>	<b>73.975</b>	<b>86.222</b>	<b>81.480</b>	<b>77.216</b>	<b>49.648</b>	<b>40.210</b>	<b>-19%</b>
Préstamos financieros LP	9.833	0	0	0	0	0	0	n/a
Bonos PEG G1	0	20.017	20.017	14.017	12.017	14.017	12.017	-14%
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>9.833</b>	<b>20.017</b>	<b>20.017</b>	<b>14.017</b>	<b>12.017</b>	<b>14.017</b>	<b>12.017</b>	<b>-14%</b>
<b>Pasivos Totales</b>	<b>78.330</b>	<b>93.992</b>	<b>106.238</b>	<b>95.497</b>	<b>89.233</b>	<b>63.664</b>	<b>52.227</b>	<b>-18%</b>
Capital	22.067	22.067	22.067	27.482	27.482	22.067	27.482	25%
Reservas	44.763	48.925	58.728	63.044	68.231	63.044	68.231	8%
Resultados acumulados	-60.964	-53.482	-66.009	-73.463	-34.646	-51.778	-18.715	-64%
Resultados del ejercicio	7.784	-13.568	-16.787	31.006	17.802	59.854	41.978	-30%
<b>Patrimonio neto</b>	<b>13.650</b>	<b>3.942</b>	<b>-2.001</b>	<b>48.069</b>	<b>78.869</b>	<b>93.187</b>	<b>118.975</b>	<b>28%</b>
<b>Patrimonio Neto + Pasivos</b>	<b>91.980</b>	<b>97.934</b>	<b>104.237</b>	<b>143.566</b>	<b>168.101</b>	<b>156.851</b>	<b>171.203</b>	<b>9%</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>								
Ingresos corrientes	98.301	111.066	128.167	126.676	138.594	77.549	77.858	0%
Egresos corrientes	94.505	107.285	138.726	122.300	135.922	36.067	35.350	-2%
<b>Resultado corriente</b>	<b>3.796</b>	<b>3.781</b>	<b>-10.559</b>	<b>4.377</b>	<b>2.671</b>	<b>41.481</b>	<b>42.508</b>	<b>2%</b>
Ingresos de capital	30.627	32.176	30.378	34.942	46.444	19.693	357	-98%
Egresos de capital (Inversión física)	21.297	45.526	30.107	898	26.128	0	0	n/a
<b>Resultado de capital</b>	<b>9.330</b>	<b>-13.350</b>	<b>271</b>	<b>34.044</b>	<b>20.316</b>	<b>19.693</b>	<b>357</b>	<b>-98%</b>
<b>Resultado operativo (Ebitda)</b>	<b>13.126</b>	<b>-9.569</b>	<b>-10.288</b>	<b>38.421</b>	<b>22.987</b>	<b>61.175</b>	<b>42.865</b>	<b>-30%</b>
Depreciaciones de bienes de uso	2.379	2.453	2.848	3.772	2.764	0	0	n/a
<b>Resultado operativo neto (Ebit)</b>	<b>10.747</b>	<b>-12.022</b>	<b>-13.136</b>	<b>34.649</b>	<b>20.223</b>	<b>61.175</b>	<b>42.865</b>	<b>-30%</b>
Servicio de la deuda pública	2.964	1.546	3.607	3.643	2.421	1.320	888	-33%
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>7.784</b>	<b>-13.568</b>	<b>-16.743</b>	<b>31.006</b>	<b>17.802</b>	<b>59.854</b>	<b>41.978</b>	<b>-30%</b>
<b>EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA</b>								
Ingresos ejecutados	143.987	185.649	187.495	181.263	198.179	110.383	98.139	-11%
Egresos ejecutados	127.351	167.210	172.637	145.092	151.316	52.489	41.011	-22%
Obligaciones Pendientes de Pago	34.377	31.519	42.865	32.027	47.772	47.772	4.353	-91%
<b>INDICADORES</b>								
<b>SOLVENCIA Y LEVERAGE</b>								<b>Variación</b>
Nivel de Endeudamiento	0,9	1,0	1,0	0,7	0,5	0,4	0,3	-0,1
Apalancamiento	5,7	23,8	-53,1	2,0	1,1	0,7	0,4	-0,9
Pasivos anualizados vs Recaudaciones	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	-0,1
Capacidad de Cobertura del Pasivo	6,0	-9,8	-10,3	2,5	3,9	1,0	1,2	1,4
<b>LIQUIDEZ</b>								
Liquidez General	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,8	0,8	0,2
Capital de Trabajo	-51.868	-55.747	-71.825	-65.048	-49.088	-12.175	-8.990	15.960
<b>GESTIÓN PRESUPUESTARIA</b>								
Servicios Personales Pagados vs Ingresos Corrientes*	51%	46%	48%	43%	69%	15%	13%	26%
Servicios Personales Obligados vs Ingresos Corrientes*	66%	61%	67%	54%	93%	15%	14%	39%
Ejecución de Ingresos	67%	56%	63%	53%	60%	33%	32%	6%
Ejecución de Egresos**	70%	60%	73%	52%	60%	16%	15%	8%

**Fuente:** EE.CC. de la Municipalidad de Ciudad del Este, para los periodos 2013 al 2017, y corte a abril de 2018.

(\*) Comparativo contra los Ingresos Corrientes del periodo anterior. (\*\*) Total de Gastos obligados.

Obs: Durante el ejercicio 2016, los gastos en inversiones físicas no han sido computados dentro del Estado de Resultados. Su ejecución ha sido de G. 23.648 millones.

## CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

### PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1

La MCDE, a través de la Resolución de la Junta Municipal N° 027/13, de fecha 3 de agosto de 2014, ha aprobado el Programa de Emisión Global (PEG) G1 por un monto de G. 90.000 millones, conforme a la normativa vigente establecida en la Ley Orgánica Municipal N° 3.966, señalado en sus artículos 197 y 198, inciso (a).

Al respecto, en septiembre de 2014, ha emitido cuatro series por un monto total de G. 20.000 millones, cifra que representa un 22,2% del total autorizado, con vencimientos en los años 2016, 2017, 2018 y 2020. El saldo no emitido ha sido anulado.

Los fondos obtenidos serán destinados en un 80% en obras de infraestructura (inversión física), y el 20% restante en otras actividades que sean determinadas por la Intendencia Municipal. Así, entre las obras ejecutadas contempladas se señala el desarrollo de proyecto para la construcción de casillas, salones, comedores, muelles, parques, carpeta asfáltica, paseos, bacheos en importantes avenidas, entre otros.

Por otro lado, si bien la emisión no ha incorporado garantías adicionales, la Junta Municipal ha autorizado a la Intendencia, según Ordenanza N° 025/14, a utilizar hasta un 50% de los ingresos provenientes de royalties y compensaciones para la amortización de capital e intereses en cada una de las series emitidas. Dichos pagos deberán ser incluidos anualmente y de forma automática dentro de las partidas presupuestarias anuales.

CARACTERÍSTICAS DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1				
CARACTERÍSTICAS		DETALLES		
Emisor	Municipalidad de Ciudad del Este (MCDE).			
Resolución de aprobación de Junta Municipal	N° 027/2013 en fecha 03/12/2013.			
Denominación del Programa	G1			
Aprobación de las Series por parte del Emisor	Resolución de la Int. Municipal N° 6287/2014 en fecha 28/08/2014.			
Aprobación de la CNV Resolución N°	N° 43 E/14 en fecha 04/08/2014, y N° 44 E/14 en fecha 05/08/2014.			
Monto y Moneda del Programa	G. 90.000.000.000			
Monto Colocado	G. 20.000.000.000			
Monto Anulado	G. 70.000.000.000			
Series Emitidas	Monto	Tasa de Interés	Fecha de Colocación	Fecha de Vencimiento
SERIE 1	6.000.000.000	13,5%	09/09/2014	02/09/2016
SERIE 2	2.000.000.000	14,0%	09/09/2014	01/09/2017
SERIE 3	8.000.000.000	14,5%	09/09/2014	31/08/2018
SERIE 4	4.000.000.000	15,5%	09/09/2014	28/08/2020
Pago de Intereses	Se realizarán pagos bianuales.			
Plazo de Vencimiento	Hasta un máximo de 10 (diez) años.			
Destino de Fondos	Un 80,0% será destinado a obras de infraestructura, y el 20,0% restante a actividades varias, salvo para el pago de gastos corrientes.			
Garantía	No posee Garantías.			
Rescate Anticipado	No se ha constituido rescate anticipado.			
Otras Características	Por Ordenanza N° 023/2014, la Junta Municipal autoriza la utilización de los bonos emitidos del PEG G1 para el pago de impuestos, vigentes o vencidos.			
Otras Características	Por Ordenanza N° 025/2014, la Junta Municipal autoriza el pago de capital e intereses de las series emitidas utilizando hasta 50,0% de los ingresos anuales por Royalties y Compensaciones.			
Agente Organizador y Colocador	Valores Casa de Bolsa S.A.			

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global G1 de la Municipalidad de Ciudad del Este.

### DETALLE DE EMISIONES VIGENTES

Al corte analizado, la MCDE posee sólo una serie emitidas vigente bajo el PEG G1 por un total de G. 4.000 millones, luego de haber amortizado las primeras dos series en septiembre 2016 y 2017, y la tercera al cierre de agosto 2018.



## ANEXO I

NOTA: El Informe fue preparado en base a los estados financieros anuales correspondientes a los periodos del 2013 al 2017, y ejecución presupuestaria de sus ingresos y egresos de diciembre de 2013 al 2017, y cuatrimestral al corte de abril del 2018, que han permitido el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, y los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión del emisor, siendo representativas y suficientes para la evaluación de la emisión.

La emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global G1 de la Municipalidad de Ciudad del Este se ha sometido al proceso de calificación conforme a lo establecido en la Ley N° 3.899/09 y en la Resolución CNV N° 1.241/09 de la Comisión Nacional de Valores, así como a los procedimientos normales de calificación de Solventa S.A.

### INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados contables y financieros anuales de los periodos 2013 al 2017, y al corte de abril de 2018.
2. Informaciones Financieras suministradas por la Dirección de Finanzas:
  - Ejecución presupuestaria de los últimos periodos y agosto de 2018.
  - Principales ingresos por tipos de tributos.
3. Información sobre la estructura de la emisión:
  - Resolución de Aprobación de la Junta Municipal sobre la Emisión.
  - Detalle del destino de los fondos a través de la emisión de bonos.
  - Autorización de la Junta Municipal a la Intendencia para uso de royalties y compensaciones.
  - Resguardos o Garantías Constituidas.
4. Normativa jurídica referente a las municipalidades.

### FACTORES ANALIZADOS DENTRO DE LA CALIFICACIÓN:

1. Marco Político e Institucional
  - Conformación de la Junta Municipal y gobernabilidad.
  - Suficiencia de recursos y políticas tributarias.
  - Rendimiento de cuentas a través de auditorías a la gestión municipal.
2. Economía Local y Regional
  - Fuente de ingresos.
  - Nivel de diversidad de económica e independencia regional.
  - Perspectivas de crecimiento y estabilidad económica.
  - Demografía económica.
  - Características de la geografía económica.
3. Administración y Finanzas Públicas
  - Flexibilidad financiera a partir de políticas tributarias sostenibles a largo plazo.
  - Composición de los gastos rígidos.
  - Capacidad de gestión para la ejecución del presupuesto.
4. Análisis de los Ingresos y Egresos
  - Calidad y composición de los ingresos.
  - Transferencia de recursos del Estado y otros organismos.
  - Análisis de los flujos operativos.
5. Liquidez y Fuentes de Financiamiento
  - Políticas de liquidez y contingencias, así como las distintas fuentes de financiamiento.
  - Capacidad de generación de ingresos genuinos.
  - Grado de dependencia de las finanzas públicas en créditos bancarios.
6. Deuda y Cobertura del Servicio
  - Endeudamiento y flexibilidad económica.
  - Grado de cobertura del servicio de la deuda.

Publicación de la Calificación de Riesgos correspondiente al Programa de Emisión Global (PEG) G1 de la **Municipalidad de Ciudad del Este (MCDE)**, conforme a lo dispuesto en la Ley N.º 3.899/09 y Resolución CNV N.º 1.241/09.

MUNICIPALIDAD DE CIUDAD DEL ESTE	1ª Calificación Junio/2015	1ª Actualización Agosto/2016	2ª Actualización Agosto 2017	3ª Actualización Agosto 2018
<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1</b>	<b>pyB</b>	<b>pyB</b>	<b>pyB</b>	<b>pyE</b>
<b>TENDENCIA</b>	<b>ESTABLE</b>	<b>ESTABLE</b>	<b>ESTABLE</b>	<b>-</b>

**Fecha de 3ª Actualización:** 31 de enero de 2019

**Fecha de Publicación:** 04 de febrero de 2019

**Corte de Calificación:** 31 de agosto de 2018

**Resolución de aprobación CNV:** N° 43 E/14 en fecha 04 de agosto del 2014, y N° 44 E/14 en fecha 05 de agosto del 2014.

**Calificadora:** **Solventa S.A. Calificadora de Riesgo**

**Edificio San Bernardo 2º Piso | Charles de Gaulle esq. Quesada |**

**Tel.: (+595 21) 660 439, (+595 21) 661 209 | E-mail: [info@solventa.com.py](mailto:info@solventa.com.py)**

MUNICIPALIDAD DE CIUDAD DEL ESTE (MCDE)	CALIFICACIÓN LOCAL	
	EMISIÓN	TENDENCIA
<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL G1</b>	<b>pyB</b>	<b>ESTABLE</b>
<p><b>Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.</b></p> <p>Solventa incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud de su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.</p>		

**NOTA:** *“La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones”.*

El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.

La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa Calificadora de Riesgo, disponibles en nuestra página en internet.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución N.º 1.241/09 y N.º 1.260/10 de la Comisión Nacional de Valores, disponibles en nuestra página en internet.

**Más información sobre esta calificación en:**

[www.solventa.com.py](http://www.solventa.com.py)

**Elaborado por:** Econ. Adriana M. Castillo M.  
 Analista de Riesgos

Econ. José M. Aquino S.  
 Co Analista de Riesgos