

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES FIDEMUNI

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 8 de octubre de 2020

Clasificación	Categoría (*)		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades CEMUNI	AA-.sv	AA-.sv	Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
Perspectiva	Estable	Estable	

“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes”

-----MM US\$ al 30.06.20-----			
ROAA: -0.8%	ROAE: -4.0%	Activos: 8.5	
Ingresos: 0.2	Utilidad: -0.04	Patrimonio: 2.2	

Historia: CEMUNI AA- (27.06.14)

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2017, 2018 y 2019; estados financieros no auditados al 30 de junio de 2019 y 2020; así como información adicional proporcionada por el Fiduciario.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la calificación AA-.sv a la emisión de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI) con base en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2020.

En la calificación otorgada se ha valorado: i) la facultad del Ministerio de Hacienda para retener mensualmente las cuotas acordadas para amortizar el pago de las deudas reestructuradas de las municipalidades de las transferencias FODES (de conformidad a las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos); ii) la solidez del marco legal que respalda al Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (FIDEMUNI), valorándose una tendencia sostenida y creciente en el monto de las transferencias; y iii) el mecanismo de transferencia directa de una parte de los fondos FODES como fuente de pago de la deuda de las Municipalidades participantes en el Fideicomiso y su prelación de pago en relación con las demás obligaciones adquiridas por éstas.

La calificación de los instrumentos financieros CEMUNI se ve limitada por los siguientes factores de riesgo: i) los atrasos que refleja El Estado en la transferencia de fondos FODES a las municipalidades, sin mostrar en las transferencias a FIDEMUNI a la fecha; ii) la exposición, aunque con tendencia a la baja, del FIDEMUNI al riesgo de crédito en inversiones financieras como fuente de pago de los Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades; y iii) el costo de oportunidad que representa la menor rentabilidad del portafolio de inversiones respecto del rendimiento de las cuentas por cobrar a las Municipalidades.

El entorno económico adverso por la pandemia del COVID-19 y sus efectos en las finanzas públicas, han sido considerados de igual manera por el Comité de Clasificación. La perspectiva de la calificación es Estable.

Perfil del Fideicomiso: Conforme se estableció en la escritura de constitución de FIDEMUNI, el principal objetivo del fideicomiso es servir de base para la emisión y colocación de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (“CEMUNI”). El Fideicomiso fue constituido con un aporte inicial de US\$1.0 millón proveniente del Ministerio de Hacienda; y además lo conformarán todos los bienes o derechos adquiridos durante la operación del Fideicomiso. El Fideicomitente es el Gobierno de El Salvador por medio del Ministerio de Hacienda y los Fideicomisarios serán las Municipalidades que voluntariamente participen en el Fideicomiso.

Administración del Fideicomiso: La Administración del FIDEMUNI le corresponde al Fiduciario (Banco de Desarrollo de la República de El Salvador), mientras que la dirección y supervisión del fideicomiso estará confiada a un Consejo de Vigilancia, que tiene como responsabilidad principal, entre otras, evaluar las condiciones de mercado a los efectos de establecer la viabilidad de la emisión de los Certificados que han sido colocados en el mercado. El Consejo de Vigilancia estará conformado por: El Ministro de Hacienda, El Secretario Técnico y de Planificación de la Presidencia, el Presidente del Fondo de Inversión Social para el Desarrollo Local de El Salvador, el Presidente del BANDESAL y dos representantes de la Corporación de Municipalidades de la República de El Salvador.

Marco Legal: El Decreto Legislativo No. 74 de fecha 8 de septiembre de 1988 creó el Fondo para el Desarrollo Eco-

nómico y Social de los Municipios de El Salvador denominado FODES. El Decreto definió en su Artículo 1 que el monto de la aportación anual del Estado es del 7% de los ingresos netos corrientes del Estado y que su traslado a los Municipios de forma mensual en cada ejercicio fiscal es de carácter obligatorio. El 16 de diciembre de 2010, la Asamblea Legislativa, basándose en el estudio de la Comisión de Hacienda y Especial del Presupuesto (Dictamen 205), avaló el incremento de los fondos FODES en un 1% (pasando a ser del 8%), a partir del 1 de enero de 2012.

Aumento en el porcentaje del FODES: En marzo de 2019, la Asamblea Legislativa aprobó reformas a los artículos 1 y 8 de la Ley de Creación del Fondo para El Desarrollo Económico y Social de los Municipios, incrementando en 2% la asignación anual del Presupuesto General de la Nación destinado al FODES, pasando del 8% al 10%. Dicho aumento entró en vigencia a partir del ejercicio fiscal del año 2020, motivo principal del incremento durante el año en curso.

Atrasos en la transferencia de fondos FODES a las municipalidades: al cierre del mes de agosto 2020, El Estado refleja atrasos en la transferencia del FODES a las municipalidades, debido a la presión que las medidas contingenciales por la pandemia han ejercido en las finanzas públicas. En ese contexto, la transferencia de fondos hacia FIDEMUNI, provenientes del Ministerio de Hacienda, se encuentra al día, honrando los compromisos de las municipalidades participantes.

Las transferencias de los fondos FODES han mostrado una tendencia sostenida y alcista; haciendo notar que la distribución proyectada para 2020 exhibe un incremento anual del 32.8% (totalizando US\$496 millones a 2020).

Cabe precisar, que el fideicomitente tendrá la obligación de retener a las Municipalidades, de conformidad con las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos proporcionadas por los Municipios participantes en el fideicomiso, las cantidades acordadas para amortizar el pago de las deudas reestructuradas. Esta responsabilidad deberá realizarla de manera prioritaria y de forma mensual de los fondos que son asignados a las Municipalidades, en virtud de la Ley de Creación del Fondo Para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios, en adelante llamado FODES. Asimismo, deberá proporcionar prioritariamente y de manera mensual al Fiduciario, los fondos retenidos para que tenga prelación el pago de las cuotas derivadas de las deudas reestructuradas.

Análisis del Fideicomiso: Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; al 30 de junio de 2020, 33 alcaldías tienen un saldo por pagar al FIDEMUNI de US\$2.9 millones. Los préstamos por cobrar están pactados a un plazo de 120 meses y

una tasa de interés del 6.25% anual garantizados con recursos FODES. Al cierre del primer semestre de 2020, la evolución de la estructura financiera estuvo determinada por la disminución en las cuentas por cobrar, el menor saldo en los títulos de emisión propia por amortizaciones y un ligero aumento en disponibilidades. De comparar con junio 2019, el Fideicomiso exhibe menores ingresos, como resultado de los prepagos recibidos de diversas municipalidades, cuyos fondos aún no se han utilizado para realizar redenciones anticipadas de deuda, lo que ayudaría a reducir costos financieros del Fideicomiso. Esta situación ha conllevado a que el Fideicomiso refleje pérdidas al cierre del primer semestre de 2020.

En virtud de su naturaleza y objetivo de constitución, la estructura financiera de FIDEMUNI refleja una importante participación de las cuentas por cobrar a las Municipalidades integrantes, representando el 34.6% de los activos a junio 2020 (59.7% en junio 2019). Lo anterior, acorde con la canalización de recursos hacia disponibilidades (principalmente depósitos a plazo) dado el prepago de municipalidades en el primer semestre de 2020.

El Fideicomiso registra un saldo de efectivo e inversiones de US\$4.9 millones; manteniendo un importe similar a junio 2019 (US\$4.8 millones). El constante prepago de deuda por parte de algunas municipalidades, ha determinado la acumulación de efectivo en los últimos períodos evaluados. En ese contexto, los activos líquidos del FIDEMUNI participan con un 57.9% en la estructura del balance (32.5% en junio 2019).

La emisión de certificados CEMUNI registra un saldo de US\$6.3 millones al 30 de junio de 2020; los cuales están integrados por una Serie y cuatro tramos vigentes. Los títulos Serie 1 fueron emitidos a 10 años plazo con un rendimiento fijo anual del 6%, amortización fija y variable con pago mensual de intereses.

El Fideicomiso cerró junio 2020 con una pérdida neta de US\$37 mil (utilidad de \$17 mil a junio de 2019). El resultado antes de gastos desmejoró en US\$56.1 mil a la luz de una mayor caída en ingresos. La dinámica de los activos y pasivos vinculados, en razón del volumen de prepagos recibidos, determinan la disminución en resultados, ya que dichos fondos no se encuentran rindiendo en una cartera productiva. ZUMMA Ratings estima que el fideicomiso reflejara pérdidas al cierre del ejercicio 2020, en función de los rendimientos que éste ha dejado de percibir en su principal activo. A la fecha, el patrimonio del Fideicomiso no está comprometido por las pérdidas, en virtud de su relevante volumen.

Fortalezas

1. Facultad del Ministerio de Hacienda de retener los fondos FODES
2. Seguridad del mecanismo de retención y transferencia de fondos
3. Solidez del marco legal

Debilidades

1. Pagos anticipados de Municipalidades participantes
2. Exposición del Fideicomiso al riesgo de crédito en inversiones

Amenazas

1. Potenciales atrasos en las transferencias de fondos FODES a FIDEMUNI, por las presiones en la liquidez del Estado.

Oportunidades

1. Redención anticipada de algunos tramos de la emisión, para revertir la tendencia en resultados.

ENTORNO ECONÓMICO

La crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido un evento sin precedentes en los últimos años; generando un efecto disruptivo en la economía a nivel global. A inicios del año, el Banco Mundial estimaba un crecimiento del 2.5% para la economía internacional en 2020; sin embargo, en junio, la proyección fue ajustada a -5.2%, incorporando los efectos adversos de la crisis sanitaria. En ese contexto, El Salvador no ha sido la excepción, la última proyección del BCR prevé una contracción que se ubicará en el rango de -6.5% y -8.5% para el cierre de 2020. Dicha tasa está asociada con las medidas de cierre de fronteras, aeropuertos, restricciones a la libre movilidad y confinamiento para disminuir el número de casos y contagios.

El 24 de agosto de 2020, la economía inició su reapertura, debido a que la Sala de lo Constitucional decretó inconstitucional el Decreto Ejecutivo 32. El Gobierno y el sector privado han hecho un llamado a reiniciar las operaciones de forma gradual y con las medidas de bioseguridad necesarias para evitar un rebrote de casos. Si bien la reapertura en la economía ayudará a aquellos empleos con estatus de suspensión temporal, habrá otros empleos que no puedan recuperarse debido al cierre o quiebra de empresas entre marzo-agosto de 2020.

Entre los factores positivos que podrían mitigar la perspectiva de menor crecimiento para El Salvador se encuentran la disminución en los índices de violencia, la baja en el precio de los combustibles, los modestos y estables niveles de inflación y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales. En contraposición, elementos adversos se señalan: elevado nivel de endeudamiento público, el menor flujo de remesas (en función del desempeño económico en Estados Unidos), la contracción en la inversión privada (local y extranjera), el menor volumen de exportaciones y la situación de pérdidas de empleo y su impacto en el consumo.

De acuerdo a datos del Banco Central de Reserva, las exportaciones totales registraron una contracción interanual del 25.9% a julio de 2020, explicado por el menor importe en los sectores prendas de vestir, industria manufacturera de maquila, elaboración de bebidas, entre otros. Adicionalmente, es muy probable que, en la medida que continúe la reapertura local y en los socios comerciales de El Salvador, las exportaciones registraran una recuperación paulatina.

Las importaciones decrecieron interanualmente en 17.8% a julio de 2020, haciendo notar que los principales países proveedores de mercancías fueron Estados Unidos y República Popular de China. Por su parte, la factura petrolera se redujo un 38.2%, a causa de los bajos precios registrados (Precio promedio por barril del crudo WTI: USD\$40.0 a julio 2020).

Al 31 de julio de 2020, las remesas totalizaron US\$3,076 millones de forma acumulada, reflejando una disminución interanual del 4.7%. Esta variación negativa está asociada con la menor actividad económica que registró Estados Unidos por la crisis sanitaria. Sin embargo, en los meses de junio y julio, las remesas reflejaron una recuperación en sintonía con la apertura de la economía norteamericana y las mejoras en las tasas de desempleo. Zum-

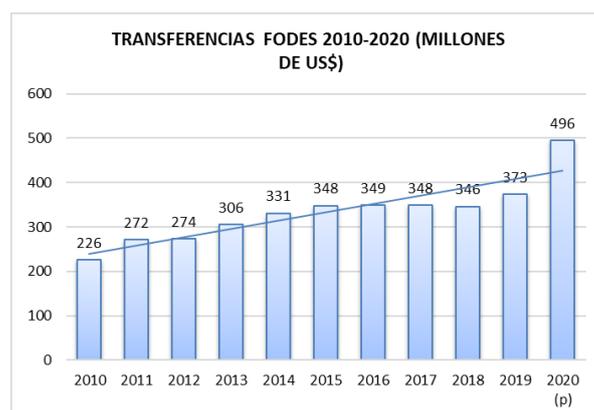
ma considera que los flujos de remesas para el año 2020 pueden verse sensibilizados por los efectos de la pandemia del COVID-19.

La actual crisis encontró las finanzas públicas en una posición de fragilidad debido al elevado endeudamiento y al estrecho espacio fiscal. Así, el ratio deuda/PIB se ubicó en 73.3% en 2019; mientras que este indicador se prevé que alcance el 92.0% a final de este año por la adquisición de deuda en un contexto de volatilidad en los mercados financieros. Al respecto, el país emitió US\$1,000 millones con un plazo de 32 años y una tasa de interés del 9.50%; valorándose el alto costo de este financiamiento por el bajo perfil crediticio de El Salvador (B- y B3 por S&P y Moody's, respectivamente). Zumma Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante, principalmente por el vencimiento de LETES para 2021.

ANTECEDENTES Y ASPECTOS RELEVANTES DE FIDEMUNI

Ley de Creación del FODES

El Decreto Legislativo No. 74 de fecha 8 de septiembre de 1988 creó el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador denominado FODES. El Decreto definió en su Artículo 1 que el monto de la aportación anual del Estado es del 7% de los ingresos netos corrientes del Estado y que su traslado a los Municipios de forma mensual en cada ejercicio fiscal es de carácter obligatorio. El 16 de diciembre de 2010, la Asamblea Legislativa, basándose en el estudio de la Comisión de Hacienda y Especial del Presupuesto (Dictamen 205), avaló el incremento de los fondos FODES en un 1% (pasando a ser del 8%), a partir del 1 de enero de 2012.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso y por ISDEM.

Las transferencias de los fondos FODES (tal como se muestra en el gráfico: Transferencias FODES 2010-2019) han mostrado una tendencia sostenida y alcista; haciendo notar que la distribución proyectada para 2020 exhibe un incremento anual del 32.8%. Al respecto, la Asamblea Legislativa aprobó, en marzo de 2019, reformas a los artículos 1 y 8 de la Ley de Creación del Fondo para El Desarrollo Económico y Social de los Municipios, incrementando en 2% la asignación anual del Presupuesto General de la Nación destinado al FODES, pasando del 8% al 10%. Dicho aumento entró en vigencia a partir del

ejercicio fiscal del año 2020, motivo principal del incremento anual entre la distribución de 2019 y el proyectado 2020.

Señalar que, la transferencia de fondos FODES a las municipalidades refleja atrasos al cierre del mes de agosto 2020, debido a la presión que las medidas contingenciales por la pandemia han ejercido sobre las finanzas públicas. En ese contexto, la transferencia de fondos hacia FIDEMUNI, provenientes del Ministerio de Hacienda, se encuentra al día, honrando los compromisos de las municipalidades participantes.

Ley de Creación de FIDEMUNI

Con fecha 11 de noviembre de 2010, la Asamblea Legislativa en su Decreto 502 dictó la Ley de Creación del Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades -FIDEMUNI- la cual sirve de base para la constitución del Fideicomiso que se denomina: Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades -FIDEMUNI- y fue constituido el 20 de diciembre de 2010. En el mismo acto, se nombró al Banco Multisectorial de Inversiones – hoy Banco de Desarrollo de la República de El Salvador - como fiduciario de FIDEMUNI, otorgándole amplias facultades para la administración y gestión de los activos del fideicomiso.

Conforme se estableció en la escritura de constitución de FIDEMUNI, el principal objetivo del fideicomiso es servir de base para la emisión y colocación de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (“CEMUNI”). El Fideicomiso fue constituido con un aporte inicial de US\$1.0 millón proveniente del Ministerio de Hacienda; y además lo conformarán todos los bienes o derechos adquiridos durante la operación del Fideicomiso.

La creación de FIDEMUNI forma parte de la estrategia de fortalecer y garantizar la autonomía municipal reconocida en la Constitución, objetivo para el cual se vuelve necesario recurrir a la figura de los fideicomisos, que ofrecen esquemas legales y seguros para generar y administrar recursos complementarios, que pueden ser obtenidos a través de la emisión de certificados fiduciarios u otros valores, entre otros, a fin de que éstos contribuyan a que las Municipalidades del país tengan solvencia financiera para desarrollar sus proyectos de inversión.

Fideicomitente

El Fideicomitente es el Gobierno de El Salvador por medio del Ministerio de Hacienda. Serán obligaciones del Fideicomitente, entre otras:

- Constituir el Fideicomiso de conformidad con las disposiciones de Ley de Creación del Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades, al Código de Comercio y demás leyes que resulten aplicables en lo que no contraríen a la mencionada Ley.
- Entregar al Fiduciario los bienes y recursos fideicomitados.
- Retener a las Municipalidades, de conformidad con las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos proporcionadas por los Municipios participantes, las cantidades acordadas para amortizar

el pago de las deudas reestructuradas. Esta responsabilidad deberá realizarla de manera prioritaria y de forma mensual de los fondos que le son asignados a las Municipalidades en virtud de la Ley de Creación del Fondo Para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios.

- Proporcionar prioritariamente y de manera mensual al Fiduciario, los fondos retenidos de conformidad al numeral anterior para que tenga prelación el pago de las cuotas derivadas de las deudas reestructuradas.
- Gestionar, de conformidad con la Ley, cualquier información necesaria para el Fiduciario para la realización de los fines y objetivos del Fideicomiso.
- Aceptar las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos emitidas por las Municipalidades y hacerlas efectivas, quedando obligado en los términos de su aceptación.

Fideicomisarios

Los Fideicomisarios serán las Municipalidades que voluntariamente participen en el Fideicomiso. Serán obligaciones de los fideicomisarios:

- Incluir en la reestructuración de sus deudas, la totalidad de las deudas de carácter previsional, correspondientes al Instituto Salvadoreño del Seguro Social, Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada, Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos y Administradoras de Fondos de Pensiones, así como las deudas de carácter fiscal con el Ministerio de Hacienda. No obstante, las condiciones establecidas en el inciso segundo del artículo dos de la presente Ley, los montos a ser considerados en estas deudas, deberán certificarse por las instituciones acreedoras pertinentes, con cifras o saldos al cierre del mes inmediato anterior a la fecha de colocación de las emisiones a efectuarse.
- Suscribir y otorgar los convenios o contratos que sean necesarios para cumplir con los fines y objetivos del Fideicomiso, de acuerdo a los mecanismos e instrumentos establecidos por el Consejo.
- Autorizar la retención y la transferencia prioritaria de los recursos del FODES mediante el otorgamiento de una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia de fondos, para que sean entregados por el Ministerio de Hacienda al Fideicomiso.
- Reconocer legalmente, así como en su contabilidad y estados financieros, las obligaciones de las deudas reestructuradas que han sido pagadas por el Fideicomiso, mediante los documentos que estime el Consejo.
- Pagar los saldos de los créditos u obligaciones que no hayan sido reestructurados en virtud del Fideicomiso.

Administración del FIDEMUNI

La Administración del FIDEMUNI le corresponde al Fiduciario, mientras que la dirección y supervisión del fideicomiso estará confiada a un Consejo de Vigilancia, que tiene como responsabilidad principal, entre otras, evaluar las condiciones de mercado a los efectos de establecer la viabilidad de la emisión de los Certificados que han sido colocados en el mercado. El Consejo está integrado por los siguientes miembros:

- El Ministro de Hacienda, que fungirá como Director Presidente y su suplente, que será el Viceministro de Hacienda.
- El Secretario Técnico y de Planificación de la Presidencia, que fungirá como Director y su suplente, que será el Subsecretario Técnico de la Presidencia.
- El Presidente del Fondo de Inversión Social para el Desarrollo Local de El Salvador que fungirá como Director y su suplente que será designado por el Consejo de Administración del FISDL.
- El Presidente del BANDESAL que fungirá como Director Secretario y su suplente, que será designado por la Junta Directiva del referido Banco. El Presidente del BANDESAL o su suplente, en su calidad de representante del Fiduciario, tendrá voz, pero no voto en las decisiones del Consejo.
- Dos representantes de la Corporación de Municipalidades de la República de El Salvador, que se abrevia COMURES, quienes fungirán como Directores y sus suplentes, quienes serán nombrados por la Junta Directiva de dicha Corporación.

Los cargos del Consejo de Vigilancia serán desempeñados ad honorem. En caso de impedimento o ausencia temporal de un Director Propietario, éste será sustituido por su respectivo suplente. Los Directores Suplentes que sustituyan a un Propietario, lo harán en forma temporal mientras se supla la vacante.

A la fecha de evaluación, el Consejo de Vigilancia del Fideicomiso no está completo, la plaza de Secretario Técnico y de Planificación de la Presidencia fue suprimida con la actual administración. Además, los dos miembros designados por COMURES no han sido electos a la fecha del presente informe. En ese contexto, el Consejo de Vigilancia no cuenta con el quorum necesario de sesión. A juicio de Zumma Ratings, esta situación podría traducirse en un riesgo de gobernanza por los potenciales atrasos que puedan darse en la toma de decisión de temas relevantes para el Fideicomiso.

Deuda de las Municipalidades

En octubre de 2010, el total adeudado por las Alcaldías era de US\$229.7 millones. Dicho monto estaba integrado por US\$32.5 millones en deudas de corto plazo y US\$197.2 millones en obligaciones a largo plazo. De las 262 Municipalidades existentes, 61 no poseían deudas de largo plazo. La tasa promedio ponderada de los préstamos de largo plazo era de 11.49% y su plazo promedio ponderado al vencimiento de 89 meses (7.4 años). En ese contexto, la cuota mensual que debieron desembolsar las Municipalidades para el pago de sus pasivos de largo plazo era de US\$3.6 millones (capital + intereses), lo que representaba en 2010 el 29.5% de los fondos FODES destinados a inversión. Los fondos FODES en el 2009 representaron el 51% del total de ingresos de los 262 Municipios, por lo que su proporción era significativa en los ingresos de las Alcaldías y destinar 29.5% de estos fondos al pago de deudas de largo plazo restringía en forma importante la capacidad de los Municipios para invertir en el bienestar social de las comunidades.

Banco de Desarrollo de la República de El Salvador (BANDESAL) es una institución financiera estatal de segundo piso cuyo enfoque se centra en la colocación de capital en los sectores productivos del país que generen

desarrollo económico. Con fecha 22 de septiembre de 2011, se emitió el decreto legislativo No. 847 que contiene la Ley del Sistema Financiero para Fomento al Desarrollo que determinó la creación de BANDESAL que sucede por decreto de Ley al Banco Multisectorial de Inversiones, cuenta con facultades y competencias más amplias en cuanto a facilitar el acceso al financiamiento a los sectores productivos del país. (Ver gráficos: *Diagrama de la emisión* y *Diagrama de Flujo de Pagos*).

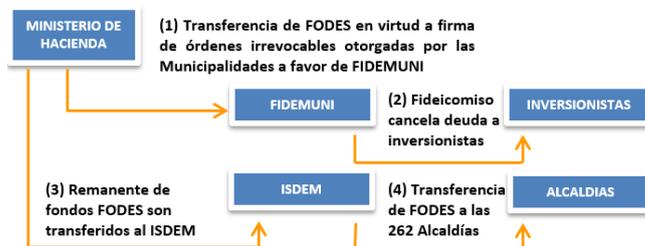
BANDESAL tiene como objetivo promover, con apoyo financiero y técnico, el desarrollo de proyectos de inversión viables y rentables de los sectores productivos del país, con la finalidad de contribuir al crecimiento y desarrollo de todos los sectores productivos, a la competitividad de las empresas, propiciar el desarrollo de la micro y pequeña empresa, la generación de empleo y mejorar los servicios de educación y salud.

PERFIL DEL FIDUCIARIO

Diagrama de la Emisión



Diagrama de Flujo de Pagos



RIESGOS DE FIDEMUNI

Riesgo Regulatorio

El FIDEMUNI es una entidad creada por Decreto Legislativo, cambios regulatorios emitidos por la Asamblea Legislativa sobre el mismo podrían ocasionar un impacto en la transferencia de fondos FODES, afectando así la situación financiera del Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades.

Riesgo de Mora

El Ministerio de Hacienda podría retrasarse transfiriendo al FIDEMUNI las cantidades acordadas para amortizar el pago de las deudas reestructuradas a las Municipalidades de conformidad a las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos proporcionadas por los Municipios participantes. En este sentido el Fideicomiso mantiene como sana practica administrativa un excedente

de liquidez promedio de por lo menos el equivalente a 2 cuotas de transferencia mensual de fondos FODES.

Riesgo de Liquidez

El riesgo de liquidez de un inversionista en la presente emisión está relacionado con la incertidumbre, tanto en la venta de los títulos en los que ha invertido, como en la accesibilidad en cuanto a mecanismos del mercado de capitales para volver líquida su inversión.

Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado se refiere a las posibles pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado.

ANÁLISIS DE RIESGO

Los estados financieros del Fideicomiso, al 30 de junio de 2020, han sido preparados con base en las políticas y prácticas contables adoptadas por el Agente Fiduciario en función de la naturaleza de las operaciones de FIDEMUNI, utilizando como marco de referencia las Normas Contables emitidas por la Superintendencia del Sistema Financiero.

Al cierre del primer semestre de 2020, la evolución de la estructura financiera estuvo determinada por la disminución en las cuentas por cobrar, el menor saldo en los títulos de emisión propia por amortizaciones y un ligero aumento en disponibilidades. De comparar con junio 2019, el Fideicomiso exhibe menores ingresos, como resultado de los prepagos recibidos de diversas municipalidades, cuyos fondos aún no se han utilizado para realizar redenciones anticipadas de deuda, lo que ayudaría a reducir costos financieros del fideicomiso. Esta situación ha conllevado a que el Fideicomiso refleje pérdidas al cierre del primer semestre de 2020.

Al 31 de diciembre de 2019, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados del Fideicomiso.

Préstamos por Cobrar

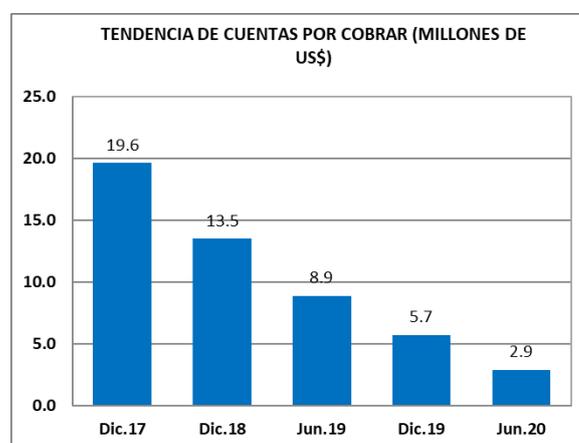
En virtud de su naturaleza y objetivo de constitución, la estructura financiera de FIDEMUNI refleja una importante participación de las cuentas por cobrar a las Municipalidades integrantes, representando el 34.6% de los activos a junio 2020 (59.7% en junio 2019). Lo anterior, acorde con la canalización de recursos hacia disponibilidades dado el prepago de municipalidades en el primer semestre de 2020.

Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; al 30 de junio de 2020, 33 alcaldías tienen un saldo por pagar al FIDEMUNI de US\$2.9 millones. Los préstamos por cobrar están pactados a un plazo de 120 meses y una tasa de interés del 6.25% anual garantizados con recursos FODES.

Al 30 de junio de 2020, las cuentas por cobrar registran una disminución interanual del 67%, equivalente en tér-

minos monetarios a US\$6.0 millones (Ver Gráfico: Tendencia de cuentas por cobrar), como resultado de la amortización de saldos y el pago anticipado recibido de 8 municipalidades en los últimos doce meses. En virtud al mecanismo de pago establecido, el riesgo de incobrabilidad es relativamente bajo dada la prelación que tiene el pago en el marco legal para el fiduciario. En ese contexto, debe tomarse en cuenta el efecto que tendría un incumplimiento o atraso en la transferencia de los fondos FODES hacia FIDEMUNI.

La transferencia de fondos FODES hacia FIDEMUNI se encuentran al día al mes de septiembre 2020, reflejando ligeros retrasos (de días) en las fechas pactadas, sin afectar el pago del tramo de la emisión. Zumma Ratings mantendrá un seguimiento constante al estatus de las transferencias que reciba el fideicomiso por parte del Ministerio de Hacienda.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

Es importante señalar que las Municipalidades que reestructuraron sus deudas en el Fideicomiso y requieran contraer nuevas obligaciones de acuerdo con lo establecido en la Ley de Endeudamiento Público Municipal, podrán hacerlo, siempre y cuando sus cuotas de descuento que recaigan sobre recursos FODES no sobrepasen el 35% de la totalidad de recursos asignados para inversión del Municipio. Las Alcaldías participantes recibieron un monto promedio mensual de US\$4.1 millones en fondos FODES y la cuota global mensual por las deudas con FIDEMUNI es actualmente de US\$398 mil, representando así el 9.7% de sus ingresos totales.

Efectivo e Inversiones

Al 30 de junio de 2020, el Fideicomiso registra un saldo de efectivo e inversiones de US\$4.9 millones; manteniendo un importe similar a junio 2019 (US\$4.8 millones). El constante prepago de deuda por parte de algunas municipalidades, ha determinado la acumulación de efectivo en los últimos períodos evaluados. En ese contexto, los activos líquidos del Fidemuni participan con un 57.9% en la estructura del balance (32.5% en junio 2019).

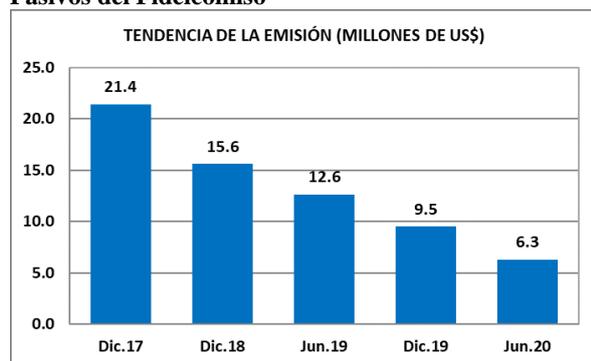
El portafolio de inversiones está integrado en su totalidad por valores de titularización, para un montón total de US\$634 mil. La exposición de FIDEMUNI en inversiones se mantiene baja a junio 2020 (7.5% del balance), señalándose en el análisis, por su perfil de riesgo, como fuente de pago de la emisión de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI),

debido al menor rendimiento de estos títulos en relación a los préstamos por cobrar con Municipalidades.

El fideicomiso no refleja redenciones anticipadas de deuda al 30 de junio de 2020. En ese sentido, los volúmenes de prepagos recibidos por parte de las Municipalidades han sido invertidos en instrumentos bancarios (depósitos a plazo) que rindan una tasa atractiva para los resultados de FIDEMUNI.

Por su parte, los recursos líquidos del Fideicomiso, en adición a las transferencias de fondos FODES, cubren el servicio de la deuda y costos asociados de FIDEMUNI (administrativos, comisiones, entre otros).

Pasivos del Fideicomiso



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

La emisión de certificados CEMUNI registra un saldo de US\$6.3 millones al 30 de junio de 2020 (Ver Gráfico:

Tendencia de la emisión); los cuales están integrados por una Serie y cuatro tramos vigentes. Los títulos Serie 1 fueron emitidos a 10 años plazo con un rendimiento fijo anual del 6%, amortización fija y variable con pago mensual de intereses.

La fuente de pago se fundamenta en el mecanismo establecido en la Ley de FIDEMUNI en donde el Ministerio de Hacienda traslada de los recursos FODES, la cuota correspondiente a la amortización de la deuda que las Municipalidades participantes tienen con el Fideicomiso. En ese contexto, se han transferido hacia el Fideicomiso un total de US\$4.9 millones en los últimos 12 meses.

Análisis de Resultados

El Fideicomiso cerró junio 2020 con una pérdida neta de US\$37 mil (utilidad de \$17 mil a junio de 2019). El resultado antes de gastos desmejoró en US\$56.1 mil a la luz de una mayor caída en ingresos. La dinámica de los activos y pasivos vinculados, en razón del volumen de prepagos recibidos, determinan la disminución en resultados, ya que dichos fondos no se encuentran rindiendo en una cartera productiva. Zumma Ratings estima que el fideicomiso reflejara pérdidas al cierre del ejercicio 2020, en función de los rendimientos que este ha dejado de percibir en su principal activo.

A la fecha, el patrimonio del Fideicomiso no está comprometido por las pérdidas, en virtud de su relevante volumen.

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACION DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES
FIDEMUNI
BALANCES GENERALES
(MILES DE US\$)

	Dic.17	%	Dic.18	%	Jun.19	%	Dic.19	%	Jun.20	%
ACTIVO										
Circulante										
Disponibilidad	1,110	4.7%	2,829	15.8%	4,848	32.5%	5,287	45.0%	4,908	57.9%
Inversiones	2,915	12.3%	1,629	9.1%	1,153	7.7%	773	6.6%	634	7.5%
Cuentas por Cobrar	19,624	82.9%	13,450	75.0%	8,902	59.7%	5,687	48.4%	2,931	34.6%
Total Activo Circulante	23,649	100%	17,908	100%	14,904	100%	11,747	100%	8,474	100%
Otros Activos										
Diversos	15	0.1%	17	0.1%	11	0.1%	8	0.1%	8	0.1%
TOTAL ACTIVO	23,665	100%	17,925	100%	14,915	100%	11,755	100%	8,482	100%
PASIVO Y PATRIMONIO										
Circulante										
Cuentas por pagar	79	0.3%	62	0.3%	54	0.4%	53	0.5%	20	0.2%
Total Pasivo Circulante	79	0.3%	62	0.3%	54	0.4%	53	0.5%	20	0.2%
Pasivo a Largo Plazo										
Emisión de Títulos Valores	21,414	90.5%	15,642	87.3%	12,622	84.6%	9,514	80.9%	6,309	74.4%
TOTAL DEL PASIVO	21,493	90.8%	15,703	87.6%	12,676	85.0%	9,566	81.4%	6,330	74.6%
PATRIMONIO										
Aporte al Fideicomiso	1,000	4.2%	1,000	5.6%	1,000	6.7%	1,000	8.5%	1,000	11.8%
Resultados Acumulados	1,171	5.0%	1,222	6.8%	1,239	8.3%	1,189	10.1%	1,152	13.6%
TOTAL DEL PATRIMONIO	2,171	9.2%	2,222	12.4%	2,239	15.0%	2,189	18.6%	2,152	25.4%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	23,665	100%	17,925	100%	14,915	100%	11,755	100%	8,482	100%

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACION DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES
FIDEMUNI
ESTADOS DE RESULTADOS
(MILES DE US\$)

	Dic.17	%	Dic.18	%	Jun.19	%	Dic.19	%	Jun.20	%
Ingresos de Operación	1,914	100%	1,211	100%	445	100%	761	100%	204	100%
Intereses de créditos	1,493	78%	1,026	85%	323	73%	548	72%	127	62%
Intereses sobre Inversiones	310	16%	145	12%	44	10%	74	10%	22	11%
Intereses sobre Depósitos	50	3%	33	3%	40	9%	89	12%	46	22%
Otros Ingresos	62	3%	7	1%	37	8%	50	7%	9	4%
Costos de Operación	1,944	102%	1,136	94%	422	95%	776	102%	237	116%
Intereses	1,869	98%	1,111	92%	420	94%	754	99%	235	115%
Otros Gastos	76	4%	25	2%	2	1%	22	3%	2	1%
Utilidad antes de Gastos	-30	-2%	75	6%	23	5%	-15	-2%	-33	-16%
Gastos de Operación	2	0%	24	2%	7	2%	19	3%	4	2%
Comisión por Administración	2	0%	19	0%	7	0%	13	1%	4	0%
Otros Gastos Administrativos		-2%	6	4%		4%	7	-4%		-18%
Utilidad de Operación	-32	-2%	51	4%	16	4%	-34	-4%	-37	-18%
Otros Ingresos (Gastos)	1	0%	0	0%	1	0%	1	0%	0	0%
Utilidad del Ejercicio	-31	-2%	51	4%	17	4%	-33	-4%	-37	-18%

**FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACION DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES
FIDEMUNI**

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.17	Dic.18	Jun.19	Dic.19	Jun.20
Capital					
Pasivo / Patrimonio	9.9	7.1	5.7	4.4	2.9
Pasivo / Activo	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
Patrimonio / Préstamos	11.1%	16.5%	25.2%	38.5%	73.4%
Patrimonio / Activos	9.2%	12.4%	15.0%	18.6%	25.4%
Liquidez					
Efectivo / Activos	4.7%	15.8%	32.5%	45.0%	57.9%
Efectivo + Inversiones / Activos	17.0%	24.9%	40.2%	51.6%	65.3%
Cuentas por cobrar / Emisión títulos	91.6%	86.0%	70.5%	59.8%	46.5%
Rentabilidad					
ROAE	-1.4%	2.3%	0.7%	-1.5%	-4.0%
ROAA	-0.1%	0.2%	0.08%	-0.2%	-0.75%
Margen Financiero Neto	-1.6%	5.7%	5.2%	-2.8%	-16.1%
Utilidad neta / Ingresos Financieros	-1.6%	4.2%	3.8%	-4.5%	-17.9%
Gastos Operativos / Total activos	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Componente Extraordinario en Utilidades	-2.8%	0.0%	4.1%	0.0%	-0.1%
Rentabilidad de inversiones	8.9%	4.0%	2.8%	2.7%	2.5%
Rendimiento de préstamos	7.6%	7.6%	7.3%	9.6%	8.7%
Costo de la Deuda	9.1%	7.3%	6.7%	8.2%	7.5%
Margen	-1.5%	0.3%	0.6%	1.4%	1.2%
Gastos O.+Reservas / Utilidad antes de Rvas.	-7.0%	26.7%	30.0%	-58.6%	-11.9%
Eficiencia operativa	-7.0%	26.7%	30.0%	-58.6%	-11.9%
Calidad de activos					
Préstamos / Activos	82.9%	75.0%	59.7%	48.4%	34.6%

MONTO Y SALDO DE LAS EMISIONES VIGENTES AL 30 DE JUNIO DE 2020

Emisión	Saldo	Año emisión	Año vencimiento	Tasa	Garantía
Serie 1	6,309	2011	2021	6%	FODES

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.