

# Fondo de Titularización-Hencorp Valores-Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres (FTHVAMS 03)

## Factores Clave de Clasificación

**Afirmación de Clasificación Nacional de Riesgo en 'A(slv)'**: La clasificación del Fondo de Titularización-Hencorp Valores-Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres (FTHVAMS 03) se deriva de un vínculo estrecho entre el originador y el fondo, dada la combinación de cuatro factores evaluados como 'Fuerte', uno como 'Medio' y otro como 'Débil', conforme con la "Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes".

**Retiro de Observación Negativa en Clasificación**: Fitch Ratings retiró la Observación Negativa y colocó Perspectiva Estable, dado que el escenario de clasificación incorporó los cambios realizados en los términos y condiciones de las estructuras de financiamiento por la contingencia provocada por el coronavirus y si bien encontró que la recaudación de las tasas de las tasas municipales se redujo, las coberturas del servicio de la deuda continuarían cercanas a 2 veces (x), situación que sustenta la acción de clasificación.

**Cambios en Condiciones del Financiamiento**: La agencia incorporó en su análisis los cambios previstos en los términos y condiciones de las estructuras de financiamiento por la contingencia provocada por el coronavirus. De acuerdo con los criterios de Fitch, estas modificaciones no suponen un canje forzoso de deuda principalmente debido a que el valor presente neto de los flujos futuros de la emisión no se ven alterados.

**Desempeño Débil de los Activos**: Fitch estima un descenso importante en la eficiencia del recaudo de las tasas municipales que respaldan la titularización, dado el contexto económico limitado de El Salvador y el impacto en la actividad económica por la contingencia provocada por el coronavirus.

**Estados Financieros del Originador**: El análisis se efectuó con los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2019 y sin auditar al 30 a junio de 2020, expedidos por la Alcaldía Municipal de San Salvador (AMSS).

## Sensibilidad de Clasificación

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación positiva/alza:

- debido al vínculo con la calidad crediticia de AMSS, movimientos al alza en ella derivarían en una mejora en la clasificación de FTHVAMS 03;
- la clasificación podría subir en caso que las coberturas del servicio de la deuda sean superiores a 2x de manera consistente en el escenario de clasificación.
- cualquier mejora robusta adicional que busque disminuir la probabilidad de un incumplimiento de los financiamientos, como el uso de garantías parciales de pago oportunas, fideicomisos alternativos o la inclusión de reservas sustanciales de liquidez.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación negativa/baja:

## Clasificaciones

### Escala Nacional

Largo Plazo A(slv)

### Perspectiva

Estable

## Perfil del Originador

El municipio de San Salvador se localiza en el departamento de San Salvador, capital del país y principal centro económico y administrativo del Municipio.

## Metodologías Aplicables

[Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales \(Septiembre 2019\);](#)

[Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes \(Diciembre 2017\);](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Junio 2020\).](#)

## Analistas

Andrés Camilo Santos

+57 1 484 6770

[andres.santos@fitchratings.com](mailto:andres.santos@fitchratings.com)

Bibiana Acuña

+57 1 484 6770

[bibiana.acuna@fitchratings.com](mailto:bibiana.acuna@fitchratings.com)

- una baja en la clasificación de AMSS podría derivar en una disminución en la de FTHVAMS 03 ya que están vinculadas;
- la clasificación podría bajar en caso que las coberturas del servicio de la deuda sean inferiores a 1x de manera consistente en el escenario de clasificación,
- el incumplimiento de cualquiera de las obligaciones establecidas en los documentos de las operaciones o alguna otra que aumentase el riesgo de la estructura.

## Perfil Crediticio del Originador

### AMSS – Evaluación del Perfil de Riesgo

Perfil de Riesgo	Solidez de Ingresos	Adaptabilidad de Ingresos	Sostenibilidad de Gastos	Adaptabilidad de Gastos	Solidez de Pasivos y Liquidez	Flexibilidad de Pasivos y Liquidez
Vulnerable	Más Débil	Más Débil	Más Débil	Más Débil	Rango Medio	Más Débil

Fuente: Fitch Ratings

El perfil de riesgo de AMSS es resultado de la evaluación de los factores clave de riesgo (FCR) bajo la “Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales”. Las clasificaciones reflejan la percepción de Fitch frente a la capacidad de pago de la AMSS y consideró un perfil de riesgo ‘Vulnerable’, que implica un riesgo alto de que el flujo de caja operacional se reduzca debido a la combinación de la evaluación de los FCR en ‘Más Débil’ y ‘Rango Medio’, así como el contexto económico limitado del soberano.

**Solidez en Ingresos – ‘Más Débil’:** La estructura de ingresos de AMSS está representada principalmente por las tasas y derechos (67% en promedio), los impuestos cerca de 18% y las transferencias nacionales no superan 2%. En general, los ingresos operativos han mostrado un dinamismo bajo y están limitado por el contexto económico bajo del país.

**Adaptabilidad de los Ingresos – ‘Más Débil’:** AMSS no cuenta con discrecionalidad para crear impuestos, dado que es una competencia exclusiva de la Asamblea Legislativa. No obstante, sí cuenta con cierta autonomía para definir sus tasas y derechos según lo definido en la Ley Tributaria Municipal, la cual está limitada por la capacidad baja de los contribuyentes para absorber los incrementos.

**Sostenibilidad de los Gastos – ‘Más Débil’:** Aunque las responsabilidades de gasto no son de naturaleza contracíclica, Fitch observa que los gastos operativos han presentado un crecimiento superior al de los ingresos, lo que ha generado una presión permanente en la estructura operativa de AMSS. Lo anterior se ve reflejado en márgenes operativos negativos en los últimos años.

**Adaptabilidad de los Gastos – ‘Más Débil’:** La estructura de gastos de AMSS es altamente inflexible puesto que los gastos operativos representan cerca de 90% del total. Históricamente, el gasto de capital ha sido reducido y se ha financiado principalmente con deuda. Fitch no estima probable una reducción significativa en los gastos de la municipalidad en el mediano plazo.

**Solidez de los Pasivos y la Liquidez – ‘Rango Medio’:** Las municipalidades pueden contratar deuda con instituciones financieras locales y multilaterales. Fitch observa que los instrumentos de financiamiento mediante titularizaciones son ampliamente empleadas por las municipalidades. También existe límites prudenciales de endeudamiento y no existe riesgo cambiario al ser una economía dolarizada y sus créditos están contratados bajo una tasa de interés fija.

**Flexibilidad de los Pasivos y la Liquidez – ‘Más Débil’:** Fitch observa que la liquidez de AMSS ha sido estrecha en los últimos años. Las municipalidades no cuentan con mecanismos de provisión de liquidez de emergencia de soporte de una instancia superior de gobierno.

## Emisión FTHVAMS 03

La información financiera a junio de 2020 muestra que los ingresos operativos de AMSS se contrajeron en cerca de 18%, tendencia que está alineada con lo proyectado por la agencia. Sin

### Historial de Clasificación

Fecha	Largo Plazo en Escala Nacional
16 oct 2020	A+(slv)
16 abr 2020	A+(slv)
16 oct 2019	A+(slv)
12 abr 2019	A+(slv)
22 oct 2018	A+(slv)
23 abr 2018	A+(slv)
26 oct 2017	A+(slv)
26 abr 2017	A+(slv)
26 oct 2016	AA-(slv)
28 abr 2016	AA-(slv)

Fuente: Fitch Ratings

embargo, variaciones en el comportamiento presupuestario podrían continuar materializándose en el segundo semestre de 2020 conforme se perciba la reactivación económica.

Las clasificaciones crediticias asignadas por la agencia se basan en un análisis “a través del ciclo” y son de naturaleza prospectiva; por ello, la agencia monitoreará la severidad y la duración de los impactos en el sector de la entidad, e incorporará dichas tendencias en las proyecciones cuantitativas y cualitativas del escenario base y de clasificación con el objetivo de analizar el impacto en el desempeño esperado de los factores clave de riesgo.

## Estado Actual de la Emisión

### Características Principales de Emisión – FTHVAMS 03

Denominación	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado (millones)	Saldo Vigente <sup>a</sup> (USD millones)	Tasa de Interés <sup>b</sup> (%)	Plazo (Años)	Garantía
Tramo 1	Bono	Dólares	9.30	1.45	6.25	5	Crédito general
Tramo 2	Bono	Dólares	43.4	40.1	7.25	15	Crédito general
Tramo 3	Bono	Dólares	2.00	1.95	6.85	13	Crédito general
Tramo 4	Bono	Dólares	0.64	0.63	6.85	13	Crédito general
Tramo 5	Bonos	Dólares	2.00	1.98	6.85	13	Crédito general
Tramo 6	Bonos	Dólares	0.37	0.36	6.85	13	Crédito general
Tramo 7	Bonos	Dólares	0.60	0.59	6.85	13	Crédito general
Tramo 8	Bonos	Dólares	2.14	2.10	6.85	12	Crédito general
Tramo 9	Bonos	Dólares	0.55	0.54	6.85	12	Crédito general
Tramo 10	Bonos	Dólares	1.00	0.99	6.85	12	Crédito general
<b>Total</b>			<b>61.99</b>	<b>50.69</b>			

<sup>a</sup> Datos a junio de 2020. <sup>b</sup> Fija.

Fuente: Fitch Ratings, con información disponible en la Bolsa de Valores de El Salvador y provista por AMSS.

### Desempeño de los Activos: ‘Débil’

Los ingresos recaudados a través de las órdenes irrevocables de pago (OIP) de la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. (CAESS, ‘EAA-(slv)’, Perspectiva Estable), Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V. (Delsur, ‘EAA-(slv)’, Perspectiva Estable) y del Instituto Salvadoreño de Desarrollo Municipal (Isdem), mantuvieron un comportamiento favorable durante 2019.

El promedio mensual de los ingresos colectados por CAESS fue de USD1.6 millones. Con estos recursos se fondeó 80% (USD468,800) del flujo cedido total (USD586 mil) y el restante provino del Isdem (USD117,200). La modificación al contrato de titularización no incorporó ajustes sobre el monto cedido, pero sí en el plazo de la emisión; pasó a 188 meses desde 180.

Si bien la tendencia mensual de recaudo se ha caracterizado por ser irregular y está influenciada por la capacidad de pago de los contribuyentes, dado el contexto económico limitado de El Salvador y el impacto en la actividad económica por la contingencia del coronavirus, la agencia continúa estimando un impacto importante en la eficiencia en el recaudo de los ingresos de las municipalidades, que tendría efectos negativos sobre el desempeño del activo que respalda la titularización en mención.

### Fundamentos Legales: ‘Fuerte’

La opinión legal externa concluyó que la transacción cumple con las regulaciones locales, exigibilidad de los términos acordados y características de irrevocabilidad. El informe revisado tiene fecha de 2015, que corresponde al Dictamen de Perito Valuador de Activos Financieros para proceso de titularización de activos de la firma Morales y Morales Asociados, despacho reconocido en El Salvador, en el que hace referencia su opinión frente al FTHVAMS 03, lo encuentra acorde frente a la normativa local.

Por otra parte, fue remitido el concepto jurídico sobre el proceso de modificación de los contratos que soportan los fondos de titularización, en el que concluye que estos se realizarán conforme con la Ley de Titularización de Activos y la autorización de la Junta Extraordinaria de los Tenedores de Valores y el Concejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero.

**Vehículo de Uso Especial: ‘Fuerte’**

Los ingresos afectados son divididos en un fideicomiso u otro arreglo de custodia que son suficientes para asegurar los pagos completos y oportunos del servicio de la deuda. En el caso particular de FTHVAMS 03, las cuentas discrecional y restringida se encuentran abiertas en el Banco de América Central, S.A. (BAC).

La prelación de pagos conforme con los períodos general, de excepción y restitución definidas en la modificación del contrato de titularización, mantendrá un orden adecuado y dará prioridad al servicio de la deuda de manera irrevocable. Fitch considera este atributo de clasificación como ‘Fuerte’ debido a esto.

**Cobertura de Riesgo de Tasa de Interés: ‘Fuerte’**

Fitch destaca que el pago de intereses de los 10 tramos emitidos de FTHVAMS 03 está definido sobre una tasa de interés fija, lo cual elimina la sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado. La modificación al contrato de titularización estableció que los intereses acumulados y no pagados durante la contingencia serán capitalizados y devengarán una compensación equivalente al rendimiento original del título.

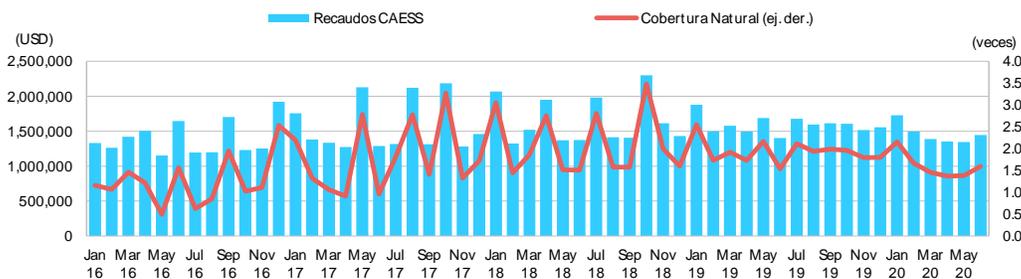
**Fondo de Reserva: ‘Fuerte’**

Las emisiones cuentan con una cuenta restringida de Hencorp con cargo a FTHVAMS 03. El fondo de reserva no deberá ser menor que los dos montos mensuales próximos (USD1.2 millones) de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital, intereses y comisiones. En opinión de Fitch, este fondo es robusto y reduce los riesgos de liquidez.

**Cobertura de Servicio de la Deuda: ‘Rango Medio’**

El escenario de clasificación consideró la cobertura proyectada de los ingresos colectados a través de CAESS e Isdem sobre la cesión mensual y encontró que resultarían en promedio en 1.99x. Sin embargo, la agencia evaluó el impacto de la crisis sanitaria por coronavirus sobre los ingresos que respaldan la titularización, y encontró que se mantiene el riesgo de recaudo ante la incertidumbre en la duración de dicha contingencia, por lo que la agencia estima que las coberturas podrían verse afectadas.

**Cobertura de la Cesión Mensual Después de Descuentos**



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, con información proporcionada por AMSS

## Información Regulatoria

NOMBRE EMISOR O SOCIEDAD ADMINISTRADORA: Fondo de Titularización Hencorp Valores  
Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres

FECHA DEL CONSEJO DE CLASIFICACIÓN: 15/octubre/2020

NÚMERO DE SESIÓN: 119-2020

FECHA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN QUE SE BASÓ LA CLASIFICACIÓN:

--No auditada: 31/diciembre/2019 a 30/junio/2020

--Auditada: 31/diciembre/2015 a 31/diciembre/2018

CLASE DE REUNIÓN (ordinaria/extraordinaria): ordinaria

CLASIFICACIÓN ANTERIOR (SI APLICA): 'A(slv)', Observación Negativa.

LINK SIGNIFICADO DE LA CLASIFICACIÓN:  
[https://assets.ctfassets.net/03fbs7oah13w/4ozf0KRhPfR9TwbXz9590/3f90a55a3d127dca71fb359f1b705315/Escala\\_de\\_Calificaciones\\_Nacionales\\_regulatorias\\_Julio\\_2018\\_El\\_Salvador.pdf](https://assets.ctfassets.net/03fbs7oah13w/4ozf0KRhPfR9TwbXz9590/3f90a55a3d127dca71fb359f1b705315/Escala_de_Calificaciones_Nacionales_regulatorias_Julio_2018_El_Salvador.pdf)

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la clasificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

“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 mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor clasificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

TODAS LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CLASIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CLASIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CLASIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CLASIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2020 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus clasificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus 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 Fitch 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 clasificada 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 Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch 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 Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus clasificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las clasificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las clasificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una clasificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una clasificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las clasificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una clasificación o un informe. La clasificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una clasificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las clasificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las clasificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las clasificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las clasificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una clasificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer clasificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de clasificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".