

# Títulos con Cargo a FTRTFOV03

## Fondo de Conservación Vial

### Estructura de Capital

Tramo	Clasificación	Perspectiva	Monto (USD Millones)	Tasa de Interés (%)	Fecha de Emisión	Plazo (años)
1	AA-(slv)	Estable	17.5	6.75	Jun-2015	14
2	AA-(slv)	Estable	7.5	6.00	Jun-2015	6
<b>Total</b>			<b>25.0</b>			

### Factores Clave de Clasificación

**Relación Estrecha con el Soberano (Neutral):** Los recursos financieros de la transacción están respaldados por los derechos de recibir una porción de la Contribución de Conservación Vial (CCV), un tributo de carácter especial generado de la venta o cualquier forma de transferencia de propiedad de diésel y gasolinas, o sus mezclas con otros carburantes, realizada por importadores o refinadores. La Tesorería de El Salvador es la encargada de recaudar directamente la renta antes de que esta ingrese al fondo de titularización. Dada la naturaleza del colateral, la clasificación de las tres emisiones considera el riesgo de generación de caja asociado al soberano. La clasificación de riesgo emisor (IDR, *issuer default rating*) en moneada local de El Salvador fue revisada por Fitch Ratings el 30 de abril de 2020 en 'B-' con Perspectiva Negativa.

**Resiliencia ante Impacto por Coronavirus (Neutral):** El brote global de coronavirus y las medidas de contención resultantes han generado un panorama macroeconómico altamente incierto, impactando el recaudo del activo subyacente que disminuyó en abril de 2020 y alcanzó su punto más bajo en mayo de 2020. Como resultado de esto, Ricorp Titularizadora S.A. (Ricorp) y Fondo de Conservación Vial (Fovial) presentaron a los bonistas (en junio 2020) una propuesta de reducción del monto de cesión mensual (MCM, diseñado para cubrir los costos y gastos de cada fondo, incluidas las cuotas fijas de capital e intereses) para las tres transacciones de junio de 2020 a diciembre de 2020 (86% para FTRTFOV01, 100% para FTRTFOV02 y 62% para FTRTFOV03), sin cambiar el esquema de amortización original, debido a que la liquidez dentro de cada fondo lo permitía.

**Recaudo Suficiente (Neutral):** A septiembre de 2020, si bien el recaudo de la CCV mostró una tendencia creciente desde su punto más bajo en mayo de 2020, se observó una disminución de alrededor de 17% en relación con el registro de recaudaciones para el mismo período de 2019, debido a una baja en el consumo de combustible producto del impacto de la pandemia. A pesar de esto, los ingresos han sido suficientes para cubrir el MCM y la agencia considera que los flujos continuarán ofreciendo una buena cobertura para cumplir con el servicio de la deuda puntualmente. Según estimaciones de Fitch el recaudo tendría que disminuir alrededor de 80% (del nivel de septiembre 2020) por no poder para cubrir el nuevo MCM máximo (de acuerdo con la versión actualizada de los documentos).

**Niveles de Cobertura Apropiados (Neutral):** Para estas transacciones, Fovial cedió una parte mensual de sus ingresos, el MCM. Al considerar el nuevo MCM máximo y los niveles mínimos de CCV registrado en los últimos cinco años la razón de cobertura al servicio de la deuda (RCSA) resultó en 2.69 veces (x). Fitch no deriva sus clasificaciones únicamente con base en los niveles de RCSA, ya que otros aspectos más cualitativos del análisis crediticio también

Contenido	Página
Factores Clave de Clasificación	1
Aspectos Destacados	2
Participantes Clave de la Transacción	2
Comparación de la Transacción	3
Descripción del Originador	3
Sensibilidad de Clasificación	5
Estructura de la Transacción	5
Análisis del Activo Subyacente	7
Riesgo de Contraparte	9
Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información	9
Seguimiento	10
Apéndice 1	11
Información Regulatoria	13

### Fuentes de Información

Las clasificaciones se basan en información provista por el originador y el estructurador:

- información histórica de ingresos de Fovial de enero de 2012 a septiembre de 2020;
- información histórica del flujo de caja y de las cuentas del FTRTFOV01, FTRTFOV02 y FTRTFOV03 desde su emisión hasta agosto de 2020;
- estados financieros no auditados del FTRTFOV01, FTRTFOV02 y FTRTFOV03 al 30 de septiembre de 2020;
- estados financieros auditados de Fovial al 31 de diciembre de 2019.
- estados financieros no auditados de Fovial a agosto 31 de 2019.

Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

### Metodologías Aplicables

[Metodología Global de Clasificación de Finanzas Estructuradas \(Junio 2020\)](#)

[Metodología de Clasificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Julio 2020\)](#)

[Metodología de Clasificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Abril 2020\)](#)

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

### Publicaciones Relacionadas

[El Salvador \(Mayo 2020\)](#)

[Banco Davivienda Salvadoreño, S.A. \(Julio 2020\)](#)

### Analistas

Melissa A. Franco  
+57 1 484 6770  
[melissa.franco@fitchratings.com](mailto:melissa.franco@fitchratings.com)

Mariana Zuluaga  
+57 1 484 6770  
[mariana.zuluaga@fitchratings.com](mailto:mariana.zuluaga@fitchratings.com)

pueden afectar las clasificaciones asignadas. La agencia continuará monitoreando el desempeño del recaudo ya que las presiones sostenidas podrían afectar negativamente los flujos esperados.

**Riesgo de Redireccionamiento o Desvío (Negativo):** El Salvador es el encargado de hacer la recolección y transferencia de la CCV al patrimonio autónomo (PA). En consideración a que previo a la transferencia de los recursos al PA, estos deben ser depositados en la tesorería del soberano y que la continuidad en la recolección de la CCV de carácter nacional estaría sujeta a decisiones del soberano, la agencia opina que los flujos están expuestos a riesgo de desvío.

## Aspectos Destacados

Efecto	Aspecto Destacado
[+]	Estructura Fuerte: El programa de emisión de hasta USD125 millones de bonos estructurados de Fovial, que se divide en dos emisiones de USD50 millones (FTRTFOV01 y FTRTFOV02) y una emisión de USD25 millones (FRTFOV03), está respaldado por una porción de los ingresos de Fovial, particularmente aquellos provenientes de la CCV, que históricamente han conferido una cobertura adecuada de la deuda. Todos los excedentes de la liquidez permanecerán dentro de los fondos hasta su redención y cada uno considera una cuenta restringida que, durante la vida de las emisiones, deberá tener un saldo mínimo equivalente a la próxima cuota de capital o intereses. Fitch considera que estos mecanismos otorgan una cobertura adicional a los fondos y los protegen frente a posibles interrupciones, como el impacto por la coyuntura relacionada con el coronavirus en la demanda de combustible en El Salvador.
[Neutral]	Desempeño del Fondo Estable: Los ingresos de la CCV han sido suficientes para cubrir el MCM desde la emisión del fondo, permitiendo que este se desapalanque de acuerdo al perfil de amortización establecido. El MCM fue diseñado para cubrir los costos y gastos del fondo, así como el servicio de la deuda, incluida una porción denominada margen de seguridad, equivalente a 0.5% de los gastos totales del fondo de titularización. Este margen ha permitido acumular recursos a lo largo de la transacción, lo que hizo posible un ajuste al MCM, dada la disminución en el recaudo de la CCV como consecuencia del impacto de la pandemia y las medidas contingentes.
[Neutral]	Cumplimiento de los Límites: De acuerdo a lo establecido en el marco regulatorio, la apropiación de las cuotas que respalden los procesos de titularización podrá representar máximo 20% de los ingresos anuales totales de Fovial. Históricamente, el MCM de los tres fondos ha representado en promedio 15.7% de los ingresos totales de Fovial y en lo corrido de 2020, a septiembre, los ingresos han representado 9.9%, en cumplimiento del límite establecido.

Fuente: Fitch Ratings.

## Participantes Clave de la Transacción

La siguiente tabla resume las diferentes partes involucradas en la transacción y define el rol de cada una.

### Participantes Clave de la Transacción

Rol	Nombre	Clasificación de Fitch
Originador	Fovial	Sin clasificación
Soberano	El Salvador	B-
Administrador del FTRTFOV03	Ricorp Titularizadora	Sin clasificación
Banco colector	Banco Central de Reserva de El Salvador	Sin clasificación
Banco con cuentas del FTRTFOV03	Banco Davivienda Salvadoreño	EAAA(slv) con Perspectiva Estable

Fuente: Fitch Ratings, Ricorp.

### Factores Clave de Clasificación (Negativo/Positivo/Neutral)

Impacto en Clasif.	Factor Clave de Clasificación
Neutral	Relación Estrecha con el Soberano
Neutral	Resiliencia ante Impacto por Coronavirus (Positivo)
Neutral	Recaudo Suficiente
Neutral	Niveles de Cobertura Apropriados
Negativo	Riesgo de Redireccionamiento o Desvío

## Comparación de la Transacción

Fovial emitió un programa de bonos estructurados de hasta USD125 millones, que se dividió en 3 emisiones: FTRTFOV01, FTRTFOV02 y FTRTFOV03, *pari-passu* entre ellas y respaldadas por el mismo activo subyacente.

### Comparación de la Transacción

	Monto (USD Millones)	Tasa de Interés (%)	Fecha de emisión	Plazo (años)
<b>FTRTFOV01</b>				
Tramo 1	35	5.9	May-2013	15
Tramo 2	11.64	5.2	May-2013	8
Tramo 3	3.36	6.0	Sep-2014	6
<b>FTRTFOV02</b>				
Tramo 1	35	6.75	Nov-2013	14
Tramo 2	15	6.0	Nov-2013	5
<b>FTRTFOV03</b>				
Tramo 1	17.5	6.75	Jun-2015	14
Tramo 2	7.5	6.0	Jun-2015	6

Nota: De acuerdo con el cronograma de amortización, el tramo 2 del FTRTFOV02 fue redimido en su totalidad en noviembre de 2018 y el tramo 3 del FTRTFOV01 fue redimido en septiembre de 2020.

Fuente: Fitch Ratings, Ricorp.

## Descripción del Originador

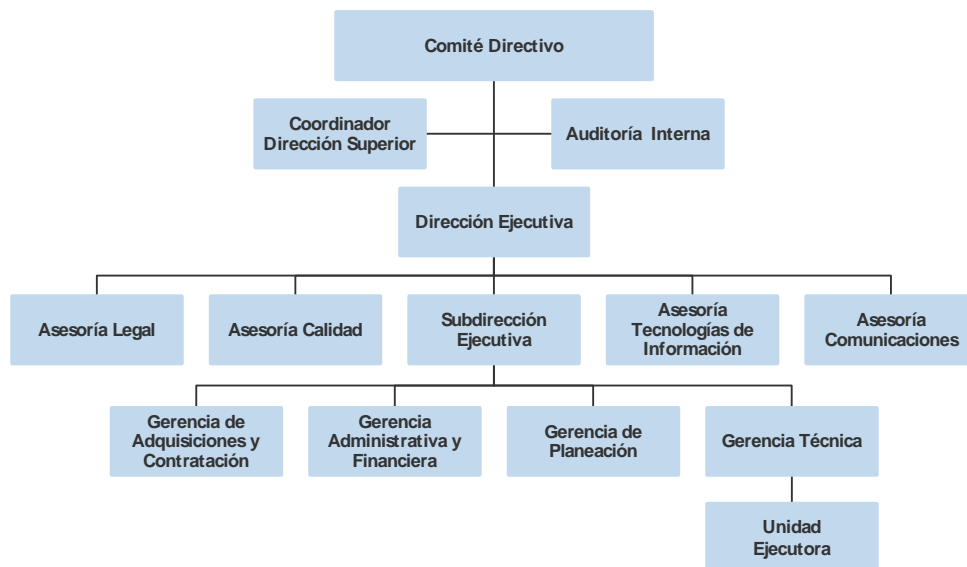
Fovial es una institución pública de la República de El Salvador que fue creada en noviembre de 2000. Su responsabilidad es administrar eficientemente los recursos financieros que se le confieran y realizar un servicio de conservación adecuado de la red vial nacional, urbana y rural de El Salvador. La conservación vial contempla un conjunto de actividades destinadas a preservar el buen estado de las vías, de modo que se garantice un servicio óptimo al usuario. Algunas de ellas son el mantenimiento rutinario y periódico, la señalización y las labores de mantenimiento de puentes y obras de paso. Estas se realizan a través de los siguientes programas:

- Programa de Mantenimiento Rutinario;
- Programa de Mantenimiento Periódico;
- Programa de Mantenimiento de Puentes y Obras de Paso;
- Programa de Mantenimiento;
- Señalización y Seguridad Vial.

Los ingresos de Fovial, conferidos mediante acto legislativo, están conformados por la CCV y la recolección de tasas y multas. La CCV, que es la fuente de ingresos más importante de Fovial, fue constituida como un tributo de carácter especial creado a través del Decreto Nro. 597 de 2001. El hecho generador de tal contribución es la venta o cualquier forma de transferencia de propiedad, realizada por importadores o refinadores, de diésel y gasolinas o sus mezclas con otros carburantes.

En cuanto a la segunda fuente de ingresos, el Decreto Nro. 208 se modificó en junio de 2012 por la insuficiencia de los recursos asignados para cubrir las necesidades de mantenimiento. Como resultado, se asignó a Fovial una fuente de recursos nueva, los derechos de circulación vehicular y multas de tránsito, con lo que sus ingresos aumentaron aproximadamente 20%.

Estructura Organizacional



Fuente: Fovial.

El consejo directivo que encabeza Fovial está compuesto por el Ministro de Obras Públicas, Transporte, Vivienda y Desarrollo Urbano, un representante del Ministerio de Economía, tres representantes de los usuarios provenientes de diferentes gremios de la Asociación Nacional de la Empresa Privada y dos representantes de los usuarios, estos últimos nombrados por el presidente de la República. En opinión de Fitch, tener un órgano directivo alto que dé direccionamiento estratégico a la compañía, como una asamblea de accionistas o un comité directivo, es una buena práctica de gobierno corporativo para la continuidad y sostenibilidad de la organización.

Fovial ha buscado mantener una estructura organizacional horizontal a fin de garantizar la eficiencia operacional y un flujo adecuado de la información. La dirección ejecutiva y los responsables de cada unidad operativa y de asesoría proponen las políticas de administración y operación de Fovial. El consejo directivo aprueba estas últimas y autoriza los procedimientos y prácticas asociados a la administración del capital humano, en términos de reclutamiento, selección, contratación, inducción, permisos, capacitación, evaluación del desempeño, administración y régimen de salarios, medidas de estímulo y disciplinarias, destituciones y disposiciones especiales entre Fovial y el personal.

Como órgano de control interno, Fovial cuenta con la unidad de auditoría interna (UAI), encargada de mantener una actividad independiente y objetiva para generar reportes relevantes para la seguridad de la institución. El objetivo de la UAI es vigilar el cumplimiento de las políticas y procedimientos de acuerdo con lo aprobado por el comité ejecutivo. Para ello, se alinea con la consecución de una administración sistémica adecuada y mantiene un enfoque profesional que permite evaluar y mejorar la administración de riesgos de control. La UAI está sujeta a la aplicación de las normas de auditoría gubernamental definidas por la Corte de Cuentas de la República de El Salvador, así como de las normas para el ejercicio profesional de auditoría interna, siempre que estén en armonía con las primeras. El auditor interno de Fovial es nombrado por el consejo directivo y tiene plena independencia para ejercer sus labores.

Para la identificación y administración de riesgos, Fovial cuenta con el Programa de Planificación de Riesgos Institucionales. En este, el consejo directivo, la dirección ejecutiva y las unidades operativas y de asesoría son responsables de identificar y analizar las fuentes de riesgos relevantes internos y externos de Fovial por lo menos una vez al año, así como las actividades para mitigarlos. Ello se basa en el manual de riesgos y está en congruencia con el logro de los objetivos estratégicos institucionales. Los factores de riesgo identificados se analizan a través de una matriz que determina su impacto, así como la probabilidad de ocurrencia, con el fin de definir su importancia y priorizar las actividades de mitigación.

## Sensibilidades de Clasificación

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

Modificaciones al alza en la calidad crediticia de El Salvador en escala nacional podrían afectar la clasificación de los bonos, la cual se movería en la misma dirección que la del soberano. Es importante resaltar que cambios en la clasificación internacional de El Salvador no necesariamente implican variaciones en la escala nacional.

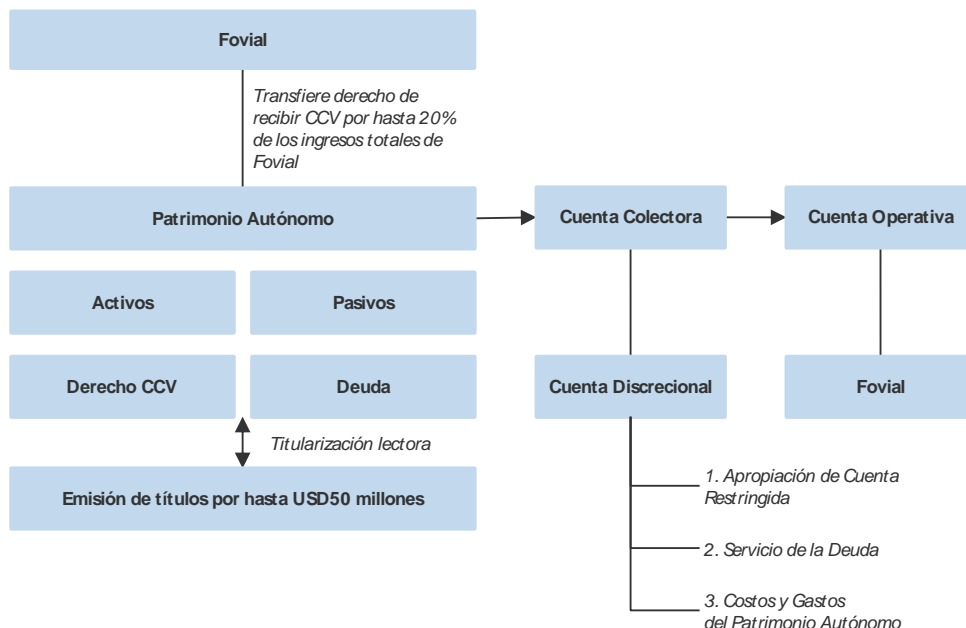
### Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación negativa:

Modificaciones a la baja en la calidad crediticia de El Salvador en escala nacional podrían afectar la clasificación de los bonos, la cual se movería en la misma dirección que la del soberano. Es importante resaltar que cambios en la clasificación internacional de El Salvador no necesariamente implican variaciones en la escala nacional.

Además, una reducción significativa en los ingresos totales Fovial podría afectar la cantidad de recursos potenciales para el fondo de titularización y presionaría los indicadores de cobertura. En tal caso, Fitch realizaría una revisión extraordinaria con el fin de incluir el estrés adicional.

## Estructura de la Transacción

### Diagrama de la Estructura



CCV – Contribución de Conservación Vial.  
Fuente: Fovial y Ricorp.

El programa de emisión de USD125 millones de bonos estructurados de Fovial se divide en tres emisiones *pari-passu*, con la misma estructura financiera y legal: las dos primeras son de USD50 millones y la tercera, de USD25 millones. La titularización consiste en la transferencia al PA, por parte de Fovial, de los derechos de recibir una porción de los ingresos por la CCV. Por medio del Decreto Nro. 110 de 2012, se autoriza a Fovial a comprometer hasta 20% de sus ingresos anuales para este fin. El fondo de titularización realizó la emisión, respaldado por un contrato irrevocable de cesión de derechos sobre flujos financieros entre el fondo y Fovial. El valor de la CCV está ligado únicamente al consumo de combustible sujeto a contribución y, por lo tanto, no existe un ajuste de precios. El costo a pagar es de USD0.20 por galón de diésel, gasolinas o sus mezclas con otros carburantes. Tal tributo deberá ser retenido por el importador o refinador al momento de la venta o transferencia de combustibles en el mercado local.

Los importadores o refinadores deberán consignar las contribuciones acumuladas del mes anterior en una cuenta a nombre del Ministerio de Hacienda, denominada Fondo General del Estado – Dirección General de Tesorería del Ministerio de Hacienda (DGTMH). Posteriormente, los recursos se transferirán a una cuenta especial de la DGTMH en el Banco Central de Reserva de El Salvador.

A través de la orden irrevocable de retención y transferencia de fondos, la tesorería de El Salvador hará las transferencias correspondientes a 1.1 veces (x) la cuota mensual a ceder predeterminada, a la cuenta del banco administrador del fondo de titularización de Fovial en el banco central. El banco administrador aplicará inmediatamente los fondos en la cuenta colectora del fondo de titularización. Una vez que los flujos hayan ingresado a la cuenta colectora, se deberá transferir 0.1x la cuota a la cuenta operativa, la cual se encuentra fuera del patrimonio autónomo. Estos recursos no estarían disponibles para atender las obligaciones del fondo de titularización.

Fitch considera que tal mecanismo incorpora el riesgo crediticio de El Salvador dentro de la transacción. Esto se debe a que interrupciones temporales o permanentes en el cobro o distribución de los recursos cobrados por el soberano podrían impactar negativamente el pago oportuno de las obligaciones del fondo de titularización.

Las cuotas mensuales que deberán transferirse a la cuenta discrecional se han estimado como una tercera parte de los costos y gastos trimestrales del fondo de titularización, más un tercio del servicio de deuda trimestral. Durante los primeros meses de la emisión, la cesión mensual equivaldrá a la mitad de estos egresos, incluyendo una porción denominada como margen de seguridad, equivalente a 0.5% de los pagos de capital, intereses y gastos totales del fondo de titularización. De esta manera, Fovial estaría asegurando que, a lo largo de la vida de la emisión, los recursos necesarios se apropiarán desde un mes antes. Además, la transacción contaría con los flujos suficientes para cubrir posibles sobrecostos de la emisión en escenarios de estrés acordes a la categoría A(slv).

Dada la estructura financiera, Fitch espera que las coberturas de la emisión sean predecibles hasta la fecha de vencimiento de los títulos. Sin embargo, considera que uno de los riesgos más importantes es que la apropiación de las cuotas supere 20% de los ingresos totales de Fovial, de acuerdo con lo establecido en el marco regulatorio. Históricamente, el MCM de los tres fondos ha representado en promedio 15.7% de los ingresos totales de Fovial, en cumplimiento del límite establecido.

De acuerdo con el Decreto Nro. 110 de 2012, los recursos de la emisión deberán destinarse para mejorar la red vial nacional prioritaria, además de cumplir con otras responsabilidades y objetivos fundamentales de Fovial. Para asegurar el uso correcto de los recursos, Fovial realizará reuniones trimestrales en las que informará al representante de tenedores de valores y a Ricorp sobre los avances en la ejecución de los proyectos, a los cuales se destinarán los fondos obtenidos de la cesión de los derechos de los flujos.

### **Prelación de Pagos**

Mensualmente, los recursos que alimentan el PA e ingresan a la cuenta colectora serán distribuidos de la siguiente manera.

1. Cuenta discrecional: Esta realizará un cargo diario en la cuenta colectora hasta completar 1.0x la cuota mensual a ceder predeterminada. A su vez, estos recursos serán distribuidos así:
  - a. cuenta restringida: en caso de ser necesario, se abonará en esta el saldo mínimo de la próxima cuota de capital e intereses;
  - b. apropiación para el pago de capital e intereses;
  - c. costos y gastos del PA.
2. Cuenta operativa: A esta se transferirán 0.1x los recursos de la cuenta colectora. Esta cuenta estaría por fuera del PA y, por lo tanto, los recursos no estarían disponibles para la atención de las obligaciones de la titularización.

Los excedentes de la cuenta discrecional quedarían atrapados hasta el final de la emisión y podrán utilizarse para cubrir cualquier sobrecosto de la transacción. En opinión de Fitch, tal

mecanismo permitiría cubrir apropiadamente los costos de la transacción, aun en escenarios de estrés acordes a la categoría A(slv).

### Eventos de Incumplimiento (*Default*)

La emisión contempla los siguientes como eventos de incumplimiento:

- si no se pagase alguna obligación.

Además, la emisión contempla los siguientes como eventos de incumplimiento técnico:

- si alguna contingencia legal material afectase el ingreso de Fovial;
- si la administración de Fovial decidiese modificar alguna de las condiciones de la transacción o tomase alguna medida administrativa o legal que representase un cambio material adverso sobre los flujos adquiridos por el fondo;
- si los flujos cedidos anualmente por Fovial superaran 20% de los ingresos anuales de la entidad;
- si la relación de deuda a ingresos superase 2.4x;

### Mecanismos de Cobertura

La estructura de la transacción contempla distintos mecanismos de mejora crediticia, entre los cuales se encuentran los siguientes.

#### Fondo de Liquidez (*Cuenta Restringida*)

Contará con recursos equivalentes al saldo mínimo de la próxima cuota de capital o intereses. Su constitución se realizará en el momento de la emisión de los bonos y, de ser necesario, se fondeará nuevamente con los recursos que ingresen mensualmente al patrimonio. Los recursos depositados en esta cuenta que excedan el saldo mínimo de la próxima cuota se retornarán a la cuenta discrecional.

#### Margen de Seguridad

De acuerdo con la estructura inicial de la emisión, las coberturas a lo largo de la vida de la emisión serían de 1.86x. De esta forma, existiría protección suficiente ante posibles variaciones en los costos y gastos del PA, puesto que el pago de intereses y capital es fijo. Fitch considera que el margen adicional de 0.5% frente a los pagos de capital, intereses y gastos totales del PA (margen de seguridad) ha generado una protección significativa, dado que los egresos operativos del fondo han estado dentro de lo presupuestado.

Este margen ha permitido acumular recursos a lo largo de la transacción, lo que hizo posible un ajuste al MCM, dada la disminución en el recaudo de la CCV, sin que se aplicara un cambio en el perfil de amortización para el fondo.

#### Derecho de hasta 20% de los Ingresos Totales de Fovial

De acuerdo con la información de ingresos de Fovial provista y los MCM transferidos a septiembre de 2020, este último ha representado aproximadamente 9.9% de los ingresos totales del originador. Dada la modificación en el MCM aprobada por los tenedores en junio de 2020, no se superará el límite, incluso en un escenario en donde no se reciban ingresos adicionales para lo restante de 2020 y Fitch considera que los ingresos deberían reducirse considerablemente en los próximos años para que exista un incumplimiento frente al límite establecido.

#### Aviso de Limitación de Responsabilidad

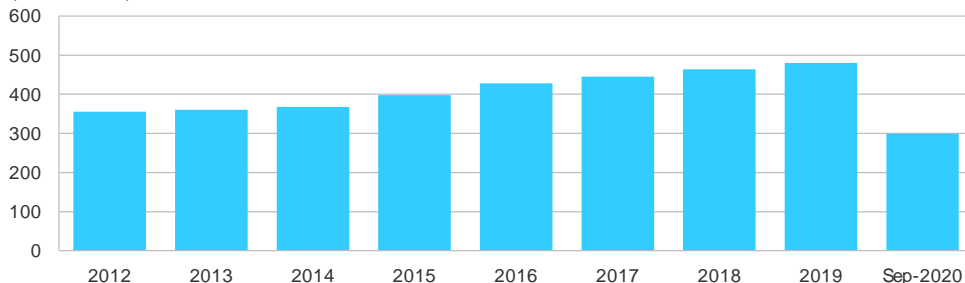
Para evitar dudas, en su análisis crediticio, la agencia se basa en opiniones legales o de temas tributarios provistas por los asesores de la transacción. Como Fitch siempre ha dejado claro, la agencia no provee asesoría legal o tributaria ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento o estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. El aviso de limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este no constituye una recomendación legal, tributaria o de estructuración de Fitch y no debe ser usado para esos fines. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, tributario o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

## Análisis del Activo Subyacente

La transacción está respaldada por el derecho a recibir la CCV por hasta 20% de los ingresos totales anuales de Fovial para las emisiones que componen el programa. El valor de la contribución, y por ende, los ingresos a los cuales el fondo de titularización tiene derecho, están relacionados altamente con la demanda de combustibles sujetos a contribución. Dado que el costo a pagar es fijo (USD0.20 por galón), no existe un ajuste anual de precios ni un impacto directo producto de variaciones en el precio de los combustibles.

### Consumo de Combustible

(USD millones)



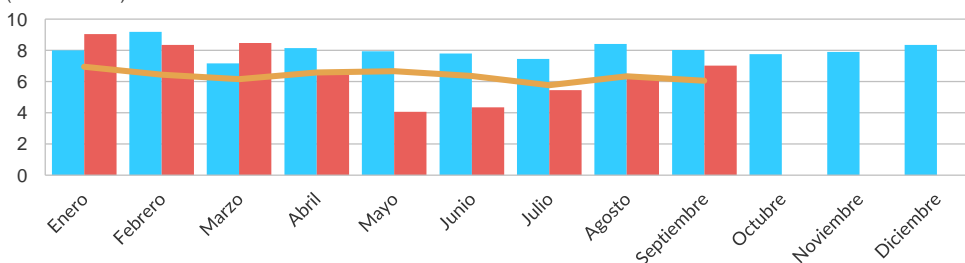
Fuente: Fovial.

Fitch ha observado que históricamente el consumo de combustible en El Salvador mostraba un comportamiento predecible, al igual que la recaudación de la CCV. Esto se debe a que gran parte proviene de las importaciones, aspecto que facilita su recolección. Debido a que El Salvador no es un país productor, depende en gran medida de la importación de combustible, lo que de alguna manera hace predecibles los ingresos por el impuesto. Sin embargo y como se observa en las gráficas, el consumo de combustible a disminuido en 2020 debido a la pandemia, impactando el recaudo de la CCV. A pesar de lo anterior, el recaudo ha continuado ofreciendo una buena cobertura al MCM y después de sus niveles más bajos en mayo de 2020, ha mostrado una tendencia creciente.

### Contribución de Conservación Vial

(A septiembre de 2020)

(USD millones)



Fuente: Fovial y Ricorp.

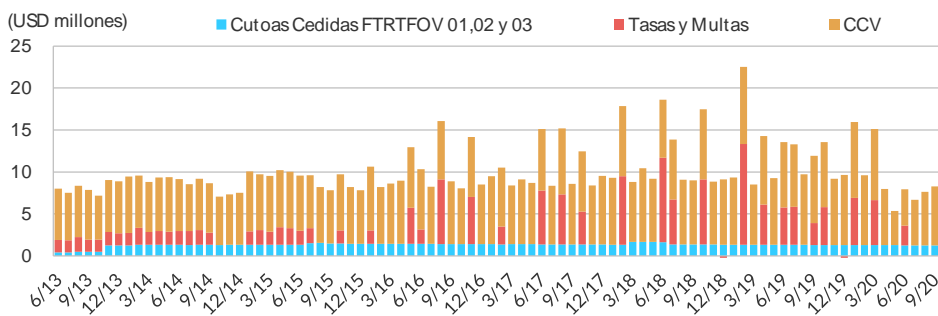
Los sujetos obligados a pagar la contribución son pocos y casi no han variado durante los últimos años. Los recursos de la CCV tienen una concentración significativa en un pagador que reúne un poco más del 50% de las contribuciones: Chevron Caribbean Inc. En opinión de Fitch, dada la naturaleza del activo subyacente, sería muy factible que una empresa nueva sustituyera alguna de las existentes en caso de que fuera necesario. Dado lo anterior, la agencia espera que el flujo de caja tenga continuidad y consistencia a lo largo de la transacción.

Las características del mercado monopolístico del activo subyacente son muy favorables para la estabilidad de los ingresos. Como se observa en la última gráfica, a pesar de que el recaudo de la CCV disminuyó debido a la pandemia, a mostrado una recuperación importante, tal que en los últimos dos meses el recaudo ha superado la expectativa que se tenía Fovial al principio del año. En ese sentido, Fitch considera que en el mediano plazo existe una probabilidad muy baja de obsolescencia del producto (combustible sujeto a contribución). Asimismo, no existen productos sustitutos que puedan modificar la demanda.



Como indicador del desempeño del activo subyacente y del comportamiento de las transferencias al fondo de titularización, se analizó el ingreso de la entidad frente al MCM de los tres fondos. El resultado muestra que esta última ha representado en promedio 15.7% de los ingresos mensuales de Fovial, lo que permite tener holgura cuando los ingresos mensuales sean inferiores, ya que el límite se aplica sobre 20% de los ingresos anuales. Desde su emisión y hasta septiembre de 2020, se han cumplido con holgura las condiciones expuestas en el Decreto Nro. 110 de 2012 y el mecanismo de transferencia de flujos.

### Control Mensual de Cuotas Cedidas



Fuente: Fovial y Ricorp.

La cobertura de la transacción se ha mantenido superior a la proyección inicial, ofreciendo protección suficiente ante posibles variaciones en los costos y gastos del PA, atributo que Fitch clasifica como positivo, ya que brinda estabilidad a la emisión.

### Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda

(Veces)	Mínimo	Máximo	Promedio
Índice de Cobertura del Servicio de la Deuda FTRTFOV03	2.4	6.1	2.8

Nota: El índice es trimestral, en consideración de la periodicidad de pago. Las cifras incluyen excedentes de caja.  
Fuente: Fitch Ratings, Ricorp.

### Riesgo de Contraparte

Fitch evalúa el riesgo de contraparte bajo la "Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos", para que se alinee con las clasificaciones asignadas con base en la documentación provista y los ajustes analíticos descritos en la tabla siguiente.

#### Exposiciones al Riesgo de Contraparte

Rol/Riesgo de Contraparte	Contraparte	Clasificación Relevante bajo Metodología	Clasificaciones Mínimas y Acciones Remediales	Ajuste al Análisis si Clasificaciones Mínimas y Acciones Remediales No Se Alinean a Metodología
Banco de las cuentas del FTRTFOV03	Banco Davivienda Salvadoreño	EAAA(slv)	Los recursos de las distintas cuentas que forman parte del patrimonio autónomo deberán estar en establecimientos cuya clasificación sea mayor que o igual a la clasificación de riesgo crediticio de la emisión.	No aplica; clasificaciones mínimas y acciones remediales acordes con la metodología.
Banco de la cuenta de recaudación	Banco Central de Reserva de El Salvador	Sin clasificación	Los documentos de la emisión no incorporan acciones remediales.	Por ley, la CCV es recaudada por la Tesorería de El Salvador y depositada en el Banco Central de Reservas de El Salvador. Dado que esta entidad no puede ser sustituida, la clasificación de la transacción está restringida por la clasificación de El Salvador en escala nacional.

Fuente: Fitch Ratings, Ricorp.

---

## Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información

### Aplicación de Metodologías

Consulte en página 1 la lista de [Metodologías Aplicables](#).

Fitch Ratings aplicó la “Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros” como su metodología de sector específico, bajo el marco provisto por la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, que es su metodología maestra para el sector. La otra metodología enlistada en “Metodologías Aplicables” es intersectorial e indica el enfoque de Fitch en relación con la vulnerabilidad al riesgo de contraparte.

### Suficiencia de la Información

Ricorp, en su condición de estructurador, y Fovial, como originador, suministraron a Fitch información sobre el comportamiento del activo subyacente, así como la documentación de la estructuración de la emisión. La información fue entregada en el formato solicitado por la agencia y, al revisarla, Fitch la consideró adecuada para el análisis.

### Seguimiento

El análisis continuo del desempeño de las transacciones constituye una parte esencial del proceso de clasificación de Fitch. La información exhaustiva, clara y oportuna sobre cada transacción es clave para evaluar el desempeño actual y formar una visión crediticia precisa. El proceso de seguimiento de la agencia se divide en dos partes: una revisión continua de la información (actualmente de manera mensual debido al impacto económico derivado de la coyuntura por coronavirus) y una revisión completa al menos dos veces al año, en un comité de clasificación. Cuando Fitch considere que falta información relevante, se utilizarán supuestos conservadores al revisar un crédito en curso. En casos extremos en los que la información sea limitada, la agencia procederá a retirar las clasificaciones.

Apéndice 1

Monto de Cesión Mensual al Fondo de Titularización FTRTFOV03

Mes	Cesión en USD	Mes	Cesión en USD	Mes	Cesión en USD
1	214,119.61	63	160,000.00	125	166,943.49
2	214,119.61	64	160,000.00	126	164,688.38
3	166,972.39	65	160,000.00	127	164,688.38
4	166,972.39	66	160,000.00	128	164,688.38
5	166,972.39	67	458,899.97	129	174,759.75
6	141,972.39	68	623,899.97	130	174,759.75
7	141,972.39	69	424,645.49	131	174,759.75
8	141,972.39	70	424,645.49	132	161,017.77
9	154,020.50	71	424,645.49	133	161,017.77
10	154,020.50	72	266,987.36	134	161,017.77
11	154,020.50	73	266,987.36	135	157,923.08
12	142,811.98	74	266,987.36	136	157,923.08
13	142,811.98	75	263,826.04	137	157,923.08
14	142,811.98	76	263,826.04	138	155,667.98
15	141,972.39	77	263,826.04	139	155,667.98
16	141,972.39	78	261,505.82	140	155,667.98
17	141,972.39	79	306,862.96	141	165,739.34
18	141,972.39	80	306,862.96	142	165,739.34
19	141,972.39	81	316,749.67	143	165,739.34
20	141,972.39	82	316,749.67	144	151,997.36
21	154,020.50	83	316,749.67	145	151,997.36
22	154,020.50	84	303,062.12	146	151,997.36
23	154,020.50	85	197,663.27	147	148,902.67
24	142,811.98	86	197,663.27	148	148,902.67
25	142,811.98	87	194,503.46	149	148,902.67
26	142,811.98	88	194,503.46	150	146,647.57
27	141,972.39	89	194,503.46	151	146,647.57
28	141,972.39	90	192,183.24	152	146,647.57
29	141,972.39	91	192,183.24	153	156,783.22
30	141,972.39	92	192,183.24	154	156,783.22
31	141,972.39	93	202,069.94	155	156,783.22
32	141,972.39	94	202,069.94	156	142,976.95
33	484,979.96	95	202,069.94	157	142,976.95
34	484,979.96	96	188,382.40	158	142,976.95
35	484,979.96	97	188,382.40	159	139,882.26
36	470,063.40	98	188,382.40	160	139,882.26
37	470,063.40	99	185,222.59	161	139,882.26
38	470,063.40	100	185,222.59	162	133,627.16
39	473,653.87	101	185,222.59	163	133,627.16
40	473,653.87	102	182,902.37	164	133,627.16
41	473,653.87	103	182,902.37	165	3,302.59
42	468,081.34	104	182,902.37	166	3,302.59
43	468,081.34	105	192,847.38	167	3,302.59
44	468,081.34	106	192,847.38	168	-
45	474,607.29	107	192,847.38		
46	474,607.29	108	179,101.52		

---

**Monto de Cesión Mensual al Fondo de Titularización FTRTFOV03**

Mes	Cesión en USD	Mes	Cesión en USD	Mes	Cesión en USD
47	474,607.29	109	179,101.52		
48	457,775.88	110	179,101.52		
49	457,775.88	111	175,963.90		
50	457,775.88	112	175,963.90		
51	451,363.75	113	175,963.90		
52	451,363.75	114	173,708.79		
53	451,363.75	115	173,708.79		
54	445,791.23	116	173,708.79		
55	445,791.23	117	183,718.92		
56	445,791.23	118	183,718.92		
57	452,370.08	119	183,718.92		
58	452,370.08	120	170,038.18		
59	452,370.08	121	170,038.18		
60	<b>160,000.00</b>	122	170,038.18		
61	<b>160,000.00</b>	123	166,943.49		
62	<b>160,000.00</b>	124	166,943.49		
<b>Total</b>	<b>38,143,350.38</b>				

Nota: incorpora ajustes a la documentación aplicados en junio de 2020 (resaltados en negritas e itálicas).

Fuente: Ricorp.

---

## Información Regulatoria

**Nombre Emisor o Sociedad Administradora:**

- **Originador:** Fondo de Conservación Vial;
- **Emisiones:** Fondo de Titularización Ricorp Titularizadora Fovial 01, Fovial 02 y Fovial 03

**Fecha del Consejo de Clasificación:** 14/octubre/2020

**Número de Sesión:** 115-2020

**Fecha de la Información Financiera en Que Se Basó la Clasificación:**

**Auditada:** 31/diciembre/2019

**No Auditada:** 30/junio/2020

**Clase De Reunión (Ordinaria/Extraordinaria):** Ordinaria

**Clasificación Anterior (SI APLICA):**

- **FTRTFOV01:** 'AA-(slv)' con Perspectiva Estable;
- **FTRTFOV02:** 'AA-(slv)' con Perspectiva Estable;
- **FTRTFOV03:** 'AA-(slv)' con Perspectiva Estable.

**Link Significado de la Clasificación:**

[https://assets.ctfassets.net/03fbs7oah13w/4ozf0KRhPfR9TwkbXz9590/3f90a55a3d127dca71fb359f1b705315/Escala\\_de\\_Calificaciones\\_Nacionales\\_regulatorias\\_Julio\\_2018\\_El\\_Salvador.pdf](https://assets.ctfassets.net/03fbs7oah13w/4ozf0KRhPfR9TwkbXz9590/3f90a55a3d127dca71fb359f1b705315/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 clasificación 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".