

Títulos con Cargo a FTHVFOV04

Fondo de Conservación Vial

Estructura de Capital

	Clasificación Esperada	Perspectiva	Monto (USD Mill.)	Tasa de Interés (%)	Plazo (años)
FTHVFOV04	AA-(slv)	Estable	615.5	8.5	20
Total			615.5		

Nota: La clasificación supone características esperadas, con base en información provista por el originador con corte a diciembre de 2021.

Fitch Ratings afirmó la clasificación 'AA-(slv)' al Fondo de Titularización Hencorp Valores Fovial Cero Cuatro (FTHVFOV04). Las notas estarán respaldadas por la primera porción de ingresos del Fondo para la Conservación Vial (Fovial) por un monto de hasta USD1,378,260,000. La clasificación asignada contempla el pago puntual tanto de capital como de intereses de manera mensual.

La presente revisión se lleva a cabo para dar cumplimiento a lo establecido por la regulación de El Salvador, en donde los fundamentos de la clasificación deben incorporar información al corte de diciembre de 2021.

Factores Clave de Clasificación

Relación Estrecha con el Soberano (Neutral): La transacción estará respaldada por una porción de los primeros ingresos de cada mes que tiene derecho a recibir Fovial, relacionados con la Contribución de Conservación Vial (CCV), los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos (derechos y multas), y cualquier otro ingreso que Fovial legalmente tenga derecho a recibir en el futuro, hasta por un monto de USD1,378.08 millones. La Tesorería de El Salvador es la encargada de recaudar estos recursos antes de que ingresen al fondo de titularización. Dada la naturaleza del colateral, la clasificación de la transacción considera el riesgo de generación de caja asociado al soberano. La clasificación de riesgo emisor (IDR; siglas en inglés) de El Salvador fue bajada por Fitch el 9 de febrero de 2022 a 'CCC' desde 'B-'.

No se Asignó GCA (Neutral): Fovial, entidad pública con existencia jurídica autónoma y patrimonio propio, es de carácter monopólico y responsable de administrar eficientemente los recursos transferidos por el soberano, y de brindar un mantenimiento adecuado a la red vial nacional. El desempeño del originador no afectará a la garantía, ya que la generación de flujo de caja necesaria para cumplir de forma oportuna con el servicio de la deuda no depende de Fovial. En cambio, los ingresos fiscales se basan en el riesgo de generación potencial y están limitados por la capacidad del deudor o la contraparte de seguir realizando los pagos. En estas circunstancias, Fitch no asigna un puntaje de evaluación de negocio en marcha (GCA; siglas en inglés) al originador, sino que analiza si el riesgo de generación de los flujos limita la clasificación de la transacción.

Niveles de Cobertura Suficientes (Positivo): Fovial acordó ceder una porción mensual de sus ingresos, conocida como el monto de cesión mensual (MCM), diseñado para cubrir los costos y gastos del fondo (incluyendo el servicio de la deuda). Para evaluar la cobertura de los flujos generados por el activo subyacente (CCV, derechos y multas, y financiamiento complementario), Fitch consideró el flujo normalizado de los últimos cinco años. Para la agencia, los niveles resultantes de cobertura al servicio de la deuda (DSCR; siglas en inglés) son adecuados para la clasificación asignada. Fitch no deriva sus clasificaciones basándose

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
Análisis del Activo Subyacente	5
Sensibilidad de Clasificación	6
Estructura de la Transacción	7
Riesgo de Contraparte	10
Aplicación de Metodologías y Suficiencia de la Información	11
Seguimiento	11
Información Regulatoria	12

Este informe refleja información en posesión de Fitch al momento en que se emiten las clasificaciones esperadas de Fitch; la transacción aún no se ha finalizado y podrían producirse cambios. Como resultado, las clasificaciones esperadas indicadas en este reporte no reflejan las clasificaciones finales, sino que se basan solamente en la información provista por el emisor al 31 de diciembre de 2021. Esta clasificación esperada son contingentes a que los documentos finales de la transacción estén acordes a la información ya recibida. Las clasificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

El comentario de acción de clasificación emitido por Fitch al cierre de la transacción incluirá las clasificaciones finales, lo que incorporará una evaluación de cualquier información relevante que haya cambiado de forma subsecuente a la publicación del informe de preventa.

Analistas

Melissa A. Franco
+57 601 443 3560
melissa.francogodoy@fitchratings.com

Mariana Zuluaga
+57 601 443 3754
mariana.zuluaga@fitchratings.com

únicamente en los niveles de DSCR, ya que otros aspectos más cualitativos del análisis crediticio también pueden afectar las clasificaciones asignadas.

Riesgo de Redireccionamiento o Desvío (Negativo): La agencia considera que los flujos están expuestos a riesgo de desvío dado que El Salvador es el encargado de hacer la recolección y transferencia de los ingresos cedidos al fondo. Lo anterior es en consideración a que previo a la transferencia de los recursos al fondo estos deben ser depositados en la tesorería del soberano y que la continuidad en la transferencia de los ingresos de carácter nacional estaría sujeta a decisiones del soberano.

Aspectos Destacados

Aspectos Destacados

Efecto	Aspecto Destacado
Neutral	Cambios en la Legislación de Fovial: En julio de 2021, a través del Decreto Legislativo No. 102, Artículo 26, se autorizó a Fovial comprometer hasta 50% de sus ingresos anuales para titularizaciones (anteriormente estaba autorizado a comprometer hasta 20%, de acuerdo con el Decreto Nro. 110 de 2012), lo que soporta la emisión del FTHVFOV04, cuyos recursos se espera sean destinados al pago de la deuda con el Banco Central de Integración Económica (BCIE) y para el mantenimiento de la infraestructura vial de El Salvador. Fitch corrió diversos escenarios de estrés y considera que es altamente probable que se cumpla con el límite establecido. Además, la estructura cuenta con mecanismos de mitigación que atenúan la exposición a este riesgo.
Neutral	Subordinación: Aunque el activo subyacente para las tres titularizaciones que tiene Fovial en el mercado y el FTHVFOV04 será similar y provendrá de casi las mismas fuentes (con excepción del financiamiento complementario, sobre el cual solo el FTHVFOV04 tendrá derecho), el FTHVFOV04 estará subordinado a recibir los recursos. Aunque Fitch considera que este aspecto expone a la transacción a mayor riesgo, en la operatividad del día a día, La Dirección General de Tesorería de El Salvador (DGT) transfiere al mismo tiempo los recursos del MCM a los cuatro fondos, mitigando la exposición.
Neutral	Diferencias Estructurales: Diferente a la titularizaciones anteriores del originador (FTHVFOV01, FTHVFOV02 y FTHVFOV03), se espera que FTHVFOV04 libere al originador todos los excedentes de liquidez que se generen dentro del fondo, lo que para la agencia mitiga el riesgo de desviación de recursos. Además, se espera que la periodicidad de pago de la nueva emisión, sea de manera mensual, mientras las emisiones anteriores consideran pago trimestral de capital e intereses y que el plazo del FTHVFOV04 sea mayor al de las emisiones anteriores (mayor detalle en la tabla de comparación).

Fuente: Fitch Ratings.

Participantes Clave de la Transacción

Participantes Clave de la Transacción

Rol	Nombre	Clasificación de Fitch
Originador	Fovial	Sin clasificación
Soberano	El Salvador	CCC
Administrador del FTHVFOV04	Hencorp Valores	Sin clasificación
Banco de Cuenta de Cobro	Banco Central de Reserva de El Salvador	Sin clasificación
Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor	Banco de América Central, S.A. (El Salvador)	EAAA(slv)/ Perspectiva Estable

Fuente: Fitch Ratings, documentos de la emisión

Factores Clave de Clasificación (Negativo/Positivo/Neutral)

Impacto en Clasif.	Factor Clave de Clasificación
Neutral	Clasificación no Está Directamente Vinculada al Originador
Neutral	Relación Estrecha con el Soberano
Positivo	Niveles de Cobertura Suficientes
Negativo	Riesgo de Redireccionamiento o Desvío

Metodologías Aplicables

[Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas \(Octubre 2021\)](#)
[Metodología de Calificación de Bursatilización de Flujos Futuros \(Junio 2021\)](#)
[Metodología de Calificación de Contraparte para Finanzas Estructuradas y Bonos Cubiertos \(Enero 2022\)](#)
[Metodología de Calificación en Escala Nacional \(Diciembre 2020\)](#)

Publicaciones Relacionadas

[Fitch Downgrades El Salvador's Long-Term IDR to 'CCC' from 'B-' \(Febrero 2022\)](#)
[Banco de América Central, S.A. \(El Salvador\)](#)

Comparación de la Transacción

Comparación de la Transacción

	Monto (USD mill.)	Tasa de Interés (%)	Fecha de Emisión	Plazo (años)	Periodicidad de Pago
FTHVFOV01					
Tramo 1	35	5.9	Mayo 2013	15	Trimestral
Tramo 2	11.64	5.2	Mayo 2013	8	Trimestral
Tramo 3	3.36	6.0	Septiembre 2014	6	Trimestral
FTHVFOV02					
Tramo 1	35	6.75	Noviembre 2013	14	Trimestral
Tramo 2	15	6.0	Noviembre 2013	5	Trimestral
FTHVFOV03					
Tramo 1	17.5	6.75	Junio 2015	14	Trimestral
Tramo 2	7.5	6.0	Junio 2015	6	Trimestral
FTHVFOV04^a					
	615.5	8.5	Por definir	20	Mensual

^a Información esperada en consideración a que los títulos no han sido colocados en el mercado.

Notas: Actualmente sólo se encuentran vigentes el tramo 1 de FTHVFOV01, FTHVFOV02 y FTHVFOV03. Los otros tramos ya fueron pagados en su totalidad.

Fuente: Fitch Ratings, documentos de las transacciones.

Descripción del Originador

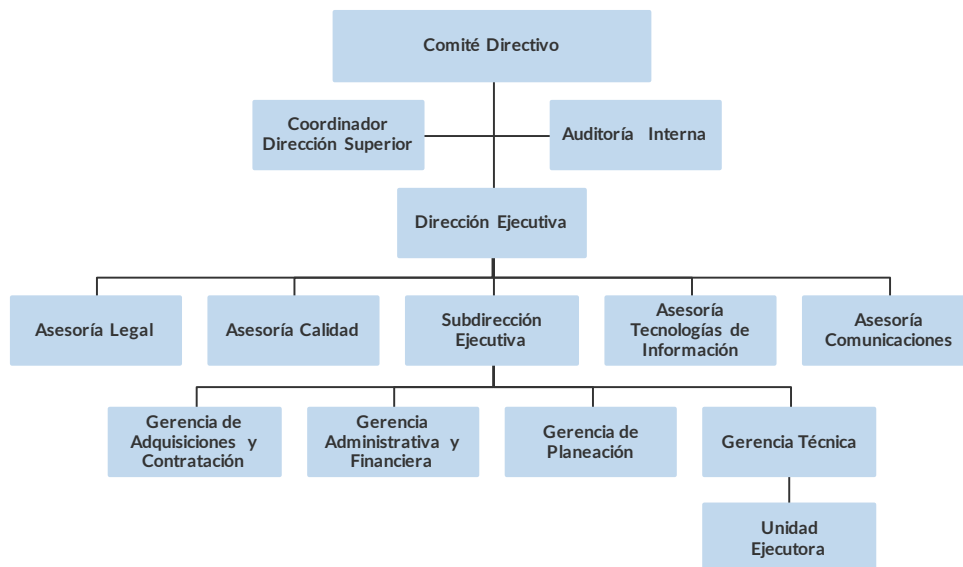
Fovial es una institución pública de la República de El Salvador que fue creada en noviembre de 2000, a través del Decreto Nacional No.208. Su responsabilidad es administrar eficientemente los recursos financieros que se le confieran y realizar un servicio de conservación adecuado de la red vial nacional, 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;
- Señalización y Seguridad Vial.
- Inversiones Adicionales de Mantenimiento.

Los ingresos de Fovial, conferidos mediante acto legislativo, están conformados por la CCV y la recolección de derechos 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 operativa 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 Directivo. 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.

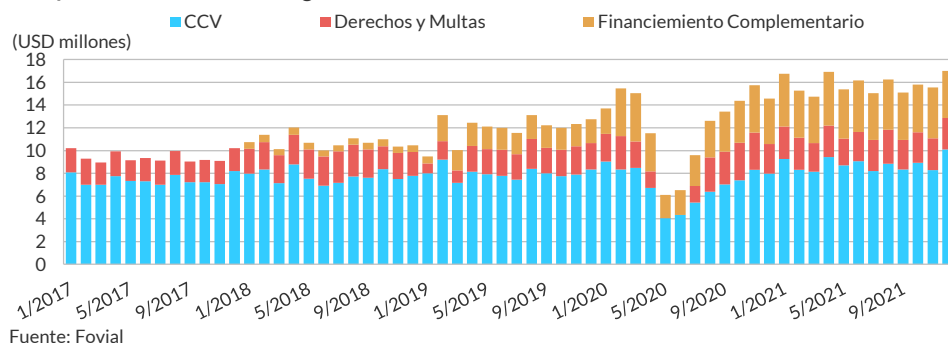
Para la identificación y administración de riesgos, Fovial cuenta con el Programa de Planificación de Riesgos Institucionales. En este, el Consejo Directivo, la Dirección Ejecutiva y las unidades operativas y de asesoría son responsables de identificar y analizar las fuentes de riesgos relevantes internos 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.

Análisis del Activo Subyacente

La transacción está respaldada por una porción de los primeros ingresos de cada mes que tiene derecho a recibir Fovial, relacionados con la CCV, los pagos por derechos y multas establecidos por la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos (derechos y multas), y cualquier otro ingreso que Fovial legalmente tenga derecho a recibir en el futuro, hasta por un monto de USD1,378.08 millones.

En ese sentido, existirá una orden irrevocable de retención y transferencia (OIP) con la DGT a favor del FTHVFOV04, en donde la DGT transferirá los ingresos de la CCV, de derechos y multas y del financiamiento complementario directamente a las cuentas del fondo.

Comportamiento Histórico Ingresos Fovial



Las características del mercado monopolístico del activo subyacente (conformado por la CCV, los derechos y multas y el financiamiento complementario) son muy favorables para la estabilidad de los ingresos. Fitch considera que, en el mediano plazo, existe una probabilidad muy baja de obsolescencia del producto (combustible sujeto a contribución, derechos de circulación y multas y transferencias del gobierno). Asimismo, no existen productos sustitutos que puedan modificar la demanda.

CCV

Por medio del Decreto No.597 de 2001 se autoriza a Fovial a recibir los ingresos provenientes de la CCV. La CCV es 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, equivalente a USD0.20 por galón, realizada por importadores o refinadores.

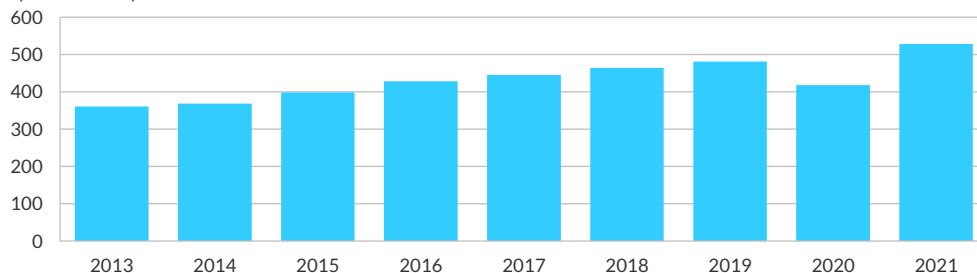
Este tributo deberá ser retenido por el importador o refinador al momento de la venta o transferencia de combustibles en el mercado local. Posteriormente, estos deben consignar las contribuciones acumuladas del mes anterior en una cuenta a nombre del Ministerio de Hacienda, denominada Fondo General del Estado – Dirección General de Tesorería del Ministerio de Hacienda. Después, los recursos se transferirán a una cuenta especial de la DGT en el Banco Central de Reserva de El Salvador.

Fitch ha observado que el consumo de combustible en El Salvador ha mostrado históricamente 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.

Como se observa en la gráfica siguiente, a pesar de que el consumo de combustible disminuyó en 2020 debido a la pandemia, su recuperación fue rápida y para 2021 el consumo fue superior al consumo de 2019.

Consumo de Combustible

(USD millones)



Fuente: Fitch Ratings con información provista por Fovial

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 alrededor de 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.

Derechos y Multas

Este ingreso se deriva de los pagos que realizan los propietarios de vehículos por matricular un automóvil nuevo, renovar las tarjetas de registro y licencias de conducir, realizar cambios de motor y color de vehículos, así como el pago de multas por expedición extemporánea de tarjetas de registro y licencias de conducir, multas de tránsito y cualquier otro derecho u obligación regulado en la Ley de Derechos Fiscales por la Circulación de Vehículos.

Después de un ajuste al Decreto Legislativo No.62, artículo 35, en 2012 se establece que todos ingresos de derechos y multas deben ser transferidos a Fovial.

Los usuarios deben pagar los derechos y multas en las sucursales del Viceministerio de Transporte (VMT), oficinas de Servicios de Tránsito Centroamericanos (Sertracen) o bancos con los que se tenga convenio. Estas entidades transfieren los fondos semanalmente al DGT, que centraliza los recaudos y los transfiere de manera mensual a Fovial, o en este caso, dada las OIP la primera porción se transferirá a las titularizaciones y los remanentes se trasladarán a las cuentas de Fovial.

Financiamiento Complementario

Este fuente fue cedida recientemente a Fovial a través del Decreto Legislativo No. 736 de 2017, de acuerdo con el cual el Ministerio de Hacienda deberá de transferir al Fovial un monto determinado en dólares estadounidenses, por galón de diésel, gasolinas y sus mezclas con otros carburantes. Este monto se definió como USD0.015 para 2018, USD0.05 para 2019 y USD0.10 de 2020 en adelante.

En ese sentido, una vez recolectados los fondos correspondientes a la CCV, el Ministerio de Hacienda a través de la DGT calculará el valor correspondiente por financiamiento complementario y este último transferirá los recursos correspondientes, en primera instancia al FTHVFOV04 en incumplimiento con la OID, y los remanentes a Fovial.

Sensibilidad de Clasificación

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

Modificaciones al alza en la calidad crediticia de El Salvador en escala nacional podrían impactar 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.

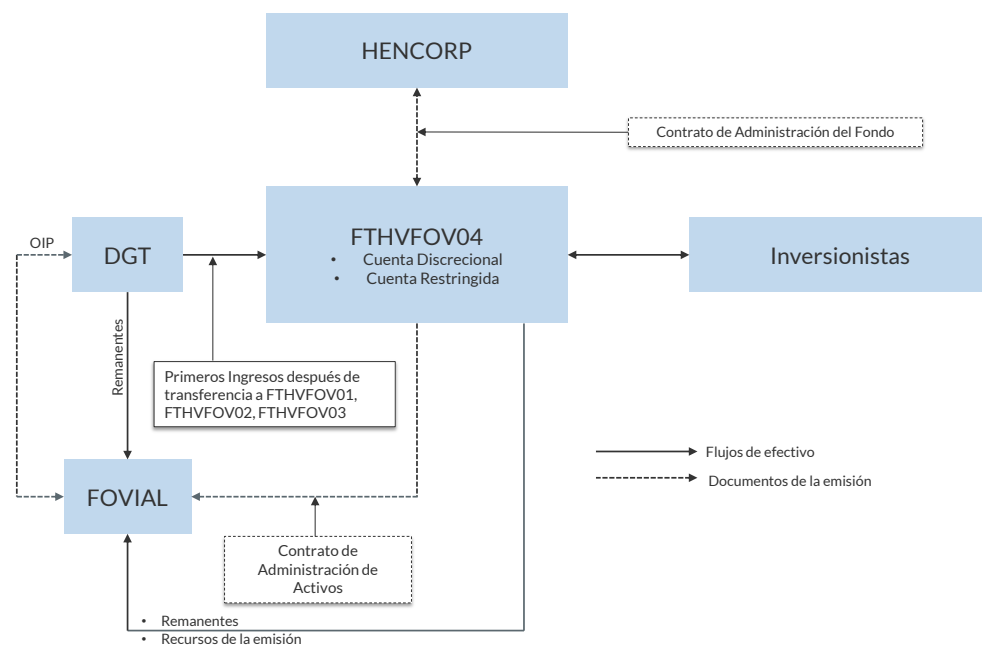
Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de clasificación negativa/baja:

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.

Una reducción significativa en los ingresos totales de 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.

Fitch revisó las estimaciones de las perspectivas económicas mundiales (para mayor información ver “[Global Economic Outlook - March 2022](#)”) como resultado de la Guerra en Ucrania y las sanciones económicas relacionadas. Los riesgos han aumentado; la agencia publicó un análisis del impacto potencial en las calificaciones y en el desempeño de los activos, ante un probable escenario de mayor riesgo y menos favorable de lo esperado de estanflación en los principales subsectores de financiamiento estructurado y bonos cubiertos de Fitch (para mayor información ver “[What a Stagflation Scenario Would Mean for Global Structured Finance](#)”). La agencia no espera que las transacciones de flujos futuros en El Salvador, y en particular las de Fovial, se vean impactadas, indicando un riesgo bajo de cambio de clasificación.

Estructura de la Transacción



Fuente: Fitch Ratings, documentos de la emisión

En julio de 2021, a través del decreto legislativo 102, artículo 26, se autorizó a Fovial comprometer hasta 50% de sus ingresos anuales para titularizaciones (anteriormente estaba autorizado a comprometer hasta 20%) y en ese sentido, la entidad tiene previsto realizar una cuarta emisión, cuyos recursos se destinarán al pago de la deuda con el Banco Central de Integración Económica, así como para el mantenimiento de la infraestructura vial de El Salvador.

De acuerdo con los documentos de la emisión, a través de la orden irrevocable de retención y transferencia de fondos, la DGT (entidad encargada de consolidar todos los recursos cedidos a la emisión) transferirá mensualmente el MCM de los ingresos cedidos a la cuenta discrecional del FTHVFOV04 por un monto de hasta USD5,742,000, hasta completar un valor máximo durante toda la vida de la emisión (plazo esperado: 20 años) de USD1,378,080,000.

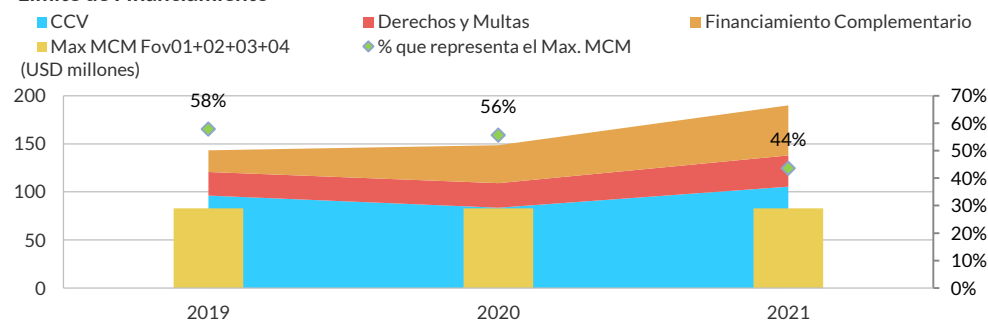
Fitch considera que tal mecanismo incorpora el riesgo crediticio de El Salvador dentro de la transacción. Esto se debe a que interrupciones temporales o permanentes en el cobro o distribución de los recursos cobrados por el soberano podrían impactar negativamente el pago oportuno de las obligaciones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

Una vez transferidos los recursos a la cuenta discrecional, se atenderán todas las obligaciones del fondo, de acuerdo con la prelación de pagos y se transferirá el remanente a Fovial, mitigando el riesgo de redireccionamiento de flujos. Además, la estructura considera una cuenta restringida que deberá mantener un saldo equivalente al próximo MCM y será inicialmente fondeada con los recursos de la emisión.

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 50% de los ingresos totales de Fovial, de acuerdo con lo establecido en el marco regulatorio. A pesar de esto, la estructura incorpora eventos de terminación anticipada, que protegen a los tenedores frente a este escenario.

La gráfica siguiente considera los ingresos anuales históricos de Fovial desde 2019 en relación con las máximas cuotas de cesión mensual esperadas para las emisiones vigentes y el FTHVFOV04. Aunque el MCM para los cuatro fondos hubiese sobrepasado el límite en 2019 y 2020, es importante considerar que la tasa del financiamiento complementario aumentó de USD0.05 en 2019 a USD0.10 en 2020 y que 2020 fue un año atípico dado que los ingresos de Fovial estuvieron impactados por la pandemia. Para 2021 Fitch observó condiciones normalizadas y, por ende, un indicador inferior a 50%.

Límite de Financiamiento



Fuente: Fitch Ratings con información provista por Fovial

Consideramos poco probable que Fovial vuelva presentar ingresos al nivel de los presentados en 2020, dado que la vacunación del coronavirus ha avanzado en El Salvador, por lo que no se prevén medidas tan restrictivas como las que se tuvieron cuando el virus llegó al país y los ingresos de Fovial han mostrado históricamente una tendencia creciente. Además, se espera que el MCM de los fondos FTHVFOV01, 02 y 03 disminuya progresivamente en la medida que estas emisiones continúen amortizándose.

En ese sentido, Fitch considera que los ingresos totales de Fovial permitirán dar cumplimiento al límite establecido. Sin embargo, la agencia monitoreará de cerca el comportamiento de los ingresos.

Prelación de Pagos

Mensualmente, los recursos que alimentan el Patrimonio Autónomo (PA) e ingresan a la cuenta discrecional serán distribuidos de la manera siguiente.

1. Cuenta restringida: en caso de ser necesario, se abonarán recursos de manera que su saldo sea equivalente al próximo MCM;
2. Servicio de la deuda;
3. Costos y gastos del fondo;
4. En caso de existir excedentes, se transferirán al originador.

Eventos de Incumplimiento

La emisión contempla los siguientes como eventos de incumplimiento:

- Si 10 días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de capital e intereses se determina que no existen en la Cuenta Discrecional fondos suficientes para pagar en un 100% el valor adeudado, Hencorp procederá a disponer de los fondos en la cuenta

restringida para realizar los pagos a los tenedores de los valores de titularización. Sin embargo, si los fondos depositados en la cuenta restringida no son suficientes para realizar el pago inmediato, Fovial deberá trasladar los flujos a ser enterados. De lo contrario, se entenderá que hubo lugar a un evento de incumplimiento y se emprenderán las acciones administrativas y judiciales necesarias para obtener la entrega de los flujos no enterados y una indemnización por los daños y perjuicios originados por esta acción contra Fovial.

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 próximo MCM. Su constitución se realizará en el momento de la emisión de los títulos 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.

Eventos de Terminación Anticipada

Los eventos siguientes desencadenarán un evento de terminación anticipada, según el cual el originador deberá transferir el monto pendiente de los USD1,378,080,00 cedidos para cancelar todas las obligaciones pendientes del FTHVFOV04 (luego de atender todas las obligaciones del fondo, los remanentes se le transferirán a Fovial).

- Si Fovial utiliza los fondos obtenidos de la cesión de los derechos sobre los flujos financieros futuros en fines distintos a los establecidos por ley.
- Si sobre los ingresos percibidos por Fovial, libres de impuestos, recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre los mismos.
- Si en cualquier momento, el Consejo Directivo de Fovial o la autoridad legalmente competente, resolviere unilateralmente modificar cualquiera de las condiciones consignadas en el contrato de cesión o en el contrato de administración de flujos financieros futuros o bien, si se adoptaren medidas administrativas o legales que representen un cambio material adverso sobre los flujos que ha adquirido el FTHVFOV04 incluyendo que no mantenga vigente las OIP.
- En caso que Fovial incumpliera con los indicadores financieros durante dos períodos consecutivos:
 - Límite Ingresos Anuales: De acuerdo con el Art. 28 - A de la Ley de Fovial, este podrá comprometer hasta 50% de sus ingresos anuales para respaldar el pago de la deuda relacionada con procesos de titularización. El indicador se calculará con estados financieros al cierre de junio y diciembre de cada año.
 - Indicador de Endeudamiento: La relación endeudamiento total a ingresos totales anuales de Fovial no deberá ser mayor de 4.5x. El endeudamiento total corresponde a la suma del saldo vigente de capital de cualquier pasivo proveniente de deuda bancaria y bursátil o el saldo de cualquier fondo de titularización en el cual Fovial actúe como originador. Los ingresos totales anuales corresponderán a los ingresos de los últimos 12 meses. El indicador se calculará con estados financieros al cierre de junio y diciembre de cada año.
- En el caso que Fovial deje sin efecto la OIP con el Ministerio de Hacienda – DGT, en favor del FTHVFOV04.
- En caso de que el Fovial entrara en un proceso de liquidación y disolución.
- En caso exista cualquier emisión o Fovial adquiera cualquier deuda, de cualquier monto, amparada en el Decreto Legislativo número 231 del 7 de diciembre de 2021.

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.

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
Proveedor de Cuentas Bancarias a Nombre del Emisor	Banco de América Central (BAC)	EAAA(slv)	Los recursos de las distintas cuentas que forman parte del patrimonio autónomo deberán estar en establecimientos cuya clasificación sea mayor o igual a la clasificación ‘EAA+(slv)’, emitida por Fitch, mientras la agencia clasifique la emisión. Además, los documentos establecen que en caso de que la clasificación de la entidad bancaria sufra una baja por debajo de ese nivel, los recursos deberán transferirse a un banco que cumpla con el nivel mínimo de clasificación en un periodo máximo de 10 días hábiles.	No aplica; clasificaciones mínimas y acciones remediales acordes con la metodología.
Banco de Cuenta de Cobro	Banco Central de Reserva de El Salvador	Sin clasificación	Los documentos de la emisión no incorporan acciones remediales.	Por ley, los ingresos transferidos se recaudan o consolidan en el DGT 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.
Inversiones admisibles	Por definir	No aplica	Los recursos podrán ser invertidos en cuentas de ahorro en bancos clasificados por Fitch (siempre que Fitch clasifique la emisión), con una clasificación igual o superior a ‘EAA+(slv)’ o en fondos de inversión abiertos de corto plazo, con clasificación mayor o igual a ‘EAA(slv)’. En caso de que la clasificación de la entidad bancaria sufra una baja por debajo de ese nivel, los recursos deberán transferirse a un banco que cumpla con el nivel mínimo de clasificación en un periodo máximo de 10 días hábiles.	No aplica; clasificaciones mínimas y acciones remediales acordes con la metodología.

Fuente: Fitch Ratings, Hencorp.

Aplicación de Metodologías 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. Las otras metodologías enlistadas en “Metodologías Aplicables” son intersectoriales e indican el enfoque de Fitch en relación con la vulnerabilidad al riesgo de contraparte.

Suficiencia de la Información

Hencorp Valores Ltda. (Hencorp), en su condición de administrador del fondo, y Fovial, como originador y administrador de los activos, 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 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.

La información del desempeño de la transacción está disponible para los suscriptores en <https://app.fitchconnect.com/home>.

Información Regulatoria

NOMBRE EMISOR O SOCIEDAD ADMINISTRADORA:

--Originador: Fondo de Conservación Vial (Fovial)

--Emisión: Fondo de Titularización Hencorp Valores Fovial Cero Cuatro

FECHA DEL CONSEJO DE CLASIFICACIÓN: 26/abril/2022

NÚMERO DE SESIÓN: 048-2022

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

--AUDITADA: 31/diciembre/2021

CLASE DE REUNIÓN (ordinaria/extraordinaria): Ordinaria

CLASIFICACIÓN ANTERIOR (SI APLICA): 'AA-(slv)'; Perspectiva Estable

LINK SIGNIFICADO DE LA CLASIFICACIÓN: Las definiciones de clasificación de El Salvador las pueden encontrar en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Clasificación de El Salvador".

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 Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de clasificación de Fitch para cada escala de clasificación y categorías de clasificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en www.fitchratings.com bajo el apartado de Definiciones de Clasificación. Las clasificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad clasificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de clasificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

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.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Clasificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de clasificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir clasificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las clasificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de clasificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

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".

Derechos de autor © 2022 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.