

# FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES - FIDEMUNI

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 21 de abril de 2017

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

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

-----MM US\$ al 31.12.16-----			
ROAA: -0.4%	ROAE: -8.5%	Activos: 37.3	
Ingresos: 2.7	Pérdida: -0.2	Patrimonio: 2.2	

**Historia:** CEMUNI AA- (27.06.14)

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2013, 2014, 2015 y 2016, así como información adicional proporcionada por el Fideicomiso.

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la calificación AA- a la emisión de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI) con base a la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2016. En la calificación otorgada se ha valorado: (a) la facultad del Ministerio de Hacienda para retener mensualmente de las transferencias de las cuotas FODES (de conformidad a las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos), el monto correspondiente a la cuota mensual de la deuda registrada por el pago realizado a los acreedores de las Municipalidades participantes; (b) la solidez del marco legal que respalda al Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades – FIDEMUNI-, así como lo establecido en la Ley FODES referente a la aportación anual del 8% de los ingresos netos corrientes del Estado y su traslado obligatorio a los Municipios de forma mensual en cada ejercicio fiscal; y (c) el mecanismo de transferencia directa de una parte de los fondos FODES como fuente de pago de la deuda de las Municipalidades participantes en el Fideicomiso y su relación de pago en relación a las demás obligaciones adquiridas por éstas.

La calificación de los instrumentos financieros CEMUNI se ve limitada por los siguientes factores de riesgo: (a) la exposición de FIDEMUNI al riesgo de crédito en inversiones financieras como fuente de pago de los Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades; (b) la realización de prepagos por parte de las Municipalidades en los últimos años, condición que podría afectar los calces entre los flujos de la emisión; (c) el efecto que tendría el incumplimiento o atraso en la transferencia de los fondos FODES hacia FIDEMUNI considerando la

contingencia de liquidez por la que viene atravesando actualmente El Estado; (d) el costo de oportunidad que representa la menor rentabilidad del portafolio de inversiones respecto del rendimiento de las cuentas por cobrar a las Municipalidades; y (e) el resultado adverso generado al cierre de 2016. La perspectiva de la calificación se mantiene en Negativa, en virtud a la valoración sobre la tendencia actual de las finanzas del Estado y su efecto en términos de potenciales atrasos en la transferencia de fondos FODES hacia el Fideicomiso.

El Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades – FIDEMUNI- fue constituido según Decreto 502 de fecha 11 de noviembre de 2010. El Fideicomitente es El Estado y Gobierno de El Salvador por medio del Ministerio de Hacienda y el Banco de Desarrollo de El Salvador es el Fiduciario. El Fideicomiso está constituido por un plazo indeterminado y se rige por las cláusulas y disposiciones aplicables en su Ley de Creación. El objetivo principal de FIDEMUNI es servir de base para la emisión de los Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI) o bien la celebración de cualquier instrumento financiero para obtener recursos y administrarlos a fin de que con los mismos se oriente acciones para reestructurar las deudas que reflejaron las Municipalidades en sus estados financieros hasta el 31 de octubre de 2010 y cuyos datos fueron remitidos a la Dirección General de Contabilidad Gubernamental del Ministerio de Hacienda. En el análisis del marco legal vinculado al Fideicomiso se señala la Ley FODES que establece la obligatoriedad de la aportación anual del 8% de los ingresos netos corrientes del Estado y su traslado a los Municipios de forma mensual en cada ejercicio fiscal. Dichos recursos han mostrado una tendencia creciente en los últi-

mos 10 años; determinándose una transferencia para 2016 de US\$349 millones de la cual a diciembre de 2016 se han canalizado US\$8.6 millones hacia FIDEMUNI.

Con respecto a la estructura financiera de FIDEMUNI, el 76.8% de sus activos corresponde a cuentas por cobrar a las Municipalidades en sintonía a la naturaleza y propósito del Fideicomiso; participación que ha mostrado una tendencia decreciente en razón a los pagos anticipados recibidos y a la amortización de la deuda. No obstante, a diciembre de 2016 su participación se incrementó en relación a la del cierre del año 2015 en virtud a la menor posición de liquidez producto de la redención anticipada por US\$14 millones, realizada durante ese mismo período.

Los préstamos otorgados a las Municipalidades están pactados a un plazo de 120 meses y una tasa de rendimiento de 6.25% anual, los cuales cuentan con garantías correspondientes a órdenes irrevocables de retención y transferencias de fondos; emitidas sobre los recursos del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador denominado FODES. De comparar con diciembre de 2015, los préstamos registran una disminución del 27% equivalente en términos monetarios a US\$10.7 millones, variación explicada por la amortización de saldos y el volumen del pago anticipado recibido de seis de las Municipalidades participantes. Acorde al mecanismo de pago establecido en la Ley de Creación del Fideicomiso, el riesgo de incobrabilidad es relativamente bajo; sin embargo, debe considerarse el efecto que tendría el incumplimiento o atraso en la transferencia de los fondos FODES hacia FIDEMUNI. Cabe precisar que en los primeros meses de 2016 hubo cierto atraso en la transferencia de fondos hacia el Fideicomiso, habiéndose normalizado subsecuentemente. A la fecha del presente informe, FIDEMUNI ha recibido la transferencia de fondos FODES correspondiente al mes de diciembre de 2016.

Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; habiendo disminuido el número a 51 con un saldo por pagar a FIDEMUNI de US\$28.6 millones al cierre de 2016 (incluyendo provisión de intereses por recibir). Es relevante mencionar que durante el período de 2016 se ha registrado prepagos de 6 municipalidades (Apopa, Tejutla, El Divisadero, Estanzuelas, Apaneca y Chalatenango).

La búsqueda de sostenibilidad financiera en términos de plazo y costo de la deuda de los municipios motivó su incorporación a FIDEMUNI, objetivo para el cual fue constituido el Fideicomiso. Cabe precisar que las Municipalidades que reestructuraron sus deudas en el Fideicomiso y que requieran contraer nuevas obligaciones de acuerdo a lo establecido en la Ley de Endeudamiento Público Municipal, podrán hacerlo, siempre y cuando sus cuotas de

descuento que recaigan sobre recursos FODES no sobrepasen el 35% de la totalidad de recursos asignados para inversión del Municipio. Las Alcaldías participantes reciben un monto promedio mensual de US\$9.9 millones en fondos FODES y la cuota global mensual por las deudas con FIDEMUNI totaliza aproximadamente US\$689 mil, representando así el 7.0%.

Respecto a los prepagos recibidos de las Municipalidades, estos han sido canalizados principalmente hacia efectivo e inversiones financieras; recursos que al 31 de diciembre de 2016 totalizan US\$8.7 millones, representando de manera conjunta el 23.3% de los activos de FIDEMUNI (34% en diciembre de 2015). La menor posición en activos disponibles se fundamenta en el uso de los fondos para la redención anticipada de la emisión.

El portafolio de inversiones está integrado por certificados de inversión, valores de titularización relacionados con Municipalidades (varias de las cuales participan en FIDEMUNI), entidades financieras y otros. La exposición de FIDEMUNI en inversiones se señala en el análisis, destacando su mayor perfil de riesgo como fuente de pago de la emisión de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI). El grado de liquidez del portafolio es un factor clave en la gestión de los compromisos financieros del Fideicomiso frente a un atraso por parte del Estado en la transferencia de los recursos FODES.

Durante 2016 se materializó la opción de redención anticipada de algunos tramos de la emisión CEMUNI por un monto de US\$14 millones, según lo establecido en la Ley de Creación del Fideicomiso, con lo cual se mitiga parcialmente el riesgo de crédito en inversiones, permitiendo asimismo reducir los descalces de flujos que comenzaron a materializarse desde 2013. Cabe precisar que los recursos líquidos del Fideicomiso en adición a las transferencias de fondos FODES cubren el servicio de la deuda y costos asociados de FIDEMUNI (administrativos, comisiones, entre otros).

Por otra parte, los instrumentos financieros CEMUNI registran un saldo de US\$35.0 millones al 31 de diciembre de 2016, integrándose por una Serie y cuatro tramos vigentes. Los títulos Serie 1 fueron emitidos a 10 años plazo con un rendimiento fijo anual del 6%, amortización fija y variable y con pago mensual de intereses. Con respecto a la gestión de resultados, destaca la disminución de los ingresos de operación, particularmente intereses de créditos en línea con el menor volumen de préstamos por cobrar a las Municipalidades (amortización de deuda y pagos anticipados). A la fecha de evaluación, el Fideicomiso genera un resultado operativo y neto adverso; viéndose sensibilizado su desempeño financiero en forma importante.

#### **Fortalezas**

1. Seguridad del mecanismo de retención y transferencia de fondos

#### **Debilidades**

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

#### **Amenazas**

1. Situación fiscal del Estado que conlleve a retrasos o incumplimiento de las transferencias de fondos FODES hacia el Fideicomiso

#### **Oportunidades**

1. Redención anticipada de algunos tramos de la emisión con base a los prepagos recibidos de algunas Municipalidades

## ENTORNO ECONÓMICO

Según datos del Fondo Monetario Internacional, la expectativa de crecimiento de la economía de El Salvador para 2017 se mantendrá en el orden de 2.4%, similar a la registrada en 2016; mientras que las estimaciones de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) tienden a ser menores. No obstante, ambas entidades ubican el crecimiento de El Salvador por debajo de sus pares en la región.

La política fiscal conllevó a la materialización de una crisis de liquidez en el segundo semestre de 2016 y a la reducción de las calificaciones de riesgo por parte de las tres agencias calificadoras de riesgo global. Cabe precisar que a finales de 2016, se llegó a un primer acuerdo de préstamo (US\$550 millones) para el pago de obligaciones de corto plazo y a la aprobación de una Ley de Responsabilidad Fiscal que obliga a un ajuste de 3% del PIB en los próximos tres años. Al respecto, la culminación de acuerdos de largo plazo es de suma importancia para una acertada orientación de la política fiscal y manejo presupuestario.

Entre los aspectos favorables que podrían continuar incidiendo en la dinámica productiva para 2017 se señalan los precios internacionales del petróleo así como el importante flujo de remesas familiares. No obstante, existen aspectos que podrían condicionar el crecimiento del país entre los cuales destacan la persistencia de altos índices de criminalidad, la ausencia de acuerdos básicos entre los principales actores políticos del país y el deterioro en las finanzas públicas. La condicionante de un año preelectoral, podría asimismo limitar las expectativas de inversión de los agentes económicos.

Los ingresos por remesas familiares totalizaron US\$4,576 millones en 2016, registrando un incremento anual del 7.2% equivalente en términos monetarios a US\$306 millones; convirtiéndose en el mayor flujo recibido de los últimos diez años. De ese total, la banca pagó US\$2,305 millones (50.4%), siendo manejado el resto por las federaciones de cooperativas (46%), agentes y otros medios.

Cabe señalar que a partir del año 2016, el Estado asumió los compromisos previsionales del Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada (IPSFA) ante la incapacidad financiera de esta institución para el pago de pensiones, generando una presión adicional sobre las finanzas públicas; mientras que el Gobierno ha elaborado una reforma a la Ley SAP, la cual incorpora la creación de un Sistema Mixto de Pensiones.

Finalmente, los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador se ubican en niveles relativamente altos y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. El cumplimiento al Acuerdo Marco para la Sostenibilidad Fiscal, Desarrollo Económico y Fortalecimiento de la Liquidez al Gobierno de El Salvador, es clave para la mejora de las perspectivas del país.

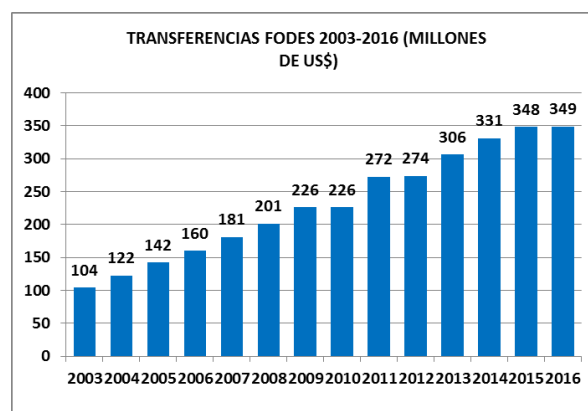
Como evento subsecuente, el 21 de febrero de 2017 el Gobierno de El Salvador realizó una emisión de bonos en los mercados internacionales por US\$600 millones. Entre

el 10 y 13 de abril del presente año, las tres agencias globales de clasificación de riesgo modificaron el rating soberano de El Salvador por el no pago por parte del Gobierno de los intereses correspondientes a los Certificados de Inversión Previsional (CIP's) adquiridos por los Fondos de Pensiones del país. Así, Fitch Ratings modificó la calificación a CCC, S&P a CCC- y Moody's a Caa1.

## ANTECEDENTES Y ASPECTOS RELEVANTES DE FIDEMUNI

### Ley de Creación del FODES

El Decreto Legislativo No. 74 de fecha 8 de septiembre de 1988 creó de conformidad al inciso tercero del Art. 207 de la Constitución y para garantizar el desarrollo económico y social de los municipios así como también, su propia autonomía económica, El Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador denominado FODES. El Decreto definió en su Artículo 1 que el monto de la aportación anual del Estado es del 7% de los ingresos netos corrientes del Estado y que su traslado a los Municipios de forma mensual en cada ejercicio fiscal es de carácter obligatorio. El 16 de diciembre del año 2010, la Asamblea Legislativa basándose en el estudio de la Comisión de Hacienda y Especial del Presupuesto (Dictamen 205), avaló el incremento a partir del 1 de enero de 2012 de los fondos FODES en un 1%.



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

El análisis de las transferencias de los fondos FODES en los últimos diez años determina una tendencia sostenida y creciente; en tanto para 2016 se determinó un monto de US\$349 millones, levemente mayor en 0.3% respecto de los recursos canalizados en 2015 (US\$348 millones).

### Ley de Creación de FIDEMUNI

Con fecha 11 de noviembre de 2010, la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador en su Decreto 502 Dictó la Ley de Creación del Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades -FIDEMUNI- la cual sirve de base para la constitución del Fideicomiso que se denomina: Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades -FIDEMUNI- y fue constituido en escritura pública otorgada en la ciudad de San Salvador el 20 de diciembre de 2010. En el mismo acto, se nombró al Banco Multisectorial de Inversiones – hoy Banco de Desarrollo de El Salvador - como fiduciario de

FIDEMUNI, otorgándole las más amplias facultades para la administración y gestión de los activos del fideicomiso.

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

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

#### **Fideicomitente**

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

- Constituir el Fideicomiso de conformidad a las disposiciones de Ley de Creación del Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades, al Código de Comercio y demás leyes que resulten aplicables en lo que no contraríen a la mencionada Ley.
- Entregar al Fiduciario los bienes y recursos fideicomitados.
- Retener a las Municipalidades, de conformidad a las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos proporcionadas por los Municipios participantes, las cantidades acordadas para amortizar el pago de las deudas reestructuradas. Esta responsabilidad deberá realizarla de manera prioritaria y de forma mensual de los fondos que le son asignados a las Municipalidades en virtud de la Ley de Creación del Fondo Para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios, en adelante llamado FODES.
- Proporcionar prioritariamente y de manera mensual al Fiduciario, los fondos retenidos de conformidad al numeral anterior para que tenga prelación el pago de las cuotas derivadas de las deudas reestructuradas.
- Gestionar de conformidad a la Ley cualquier información necesaria para el Fiduciario para la realización de los fines y objetivos del Fideicomiso.
- Aceptar, las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos emitidas por las Municipalidades y hacerlas efectivas, quedando obligado en los términos de su aceptación.

#### **Fideicomisarios**

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

- Incluir en la reestructuración de sus deudas, la totalidad de las deudas de carácter previsional, correspon-

dientes al Instituto Salvadoreño del Seguro Social, Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada, Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos y Administradoras de Fondos de Pensiones, así como las deudas de carácter fiscal con el Ministerio de Hacienda. No obstante las condiciones establecidas en el inciso segundo del artículo dos de la presente Ley, los montos a ser considerados en estas deudas, deberán certificarse por las instituciones acreedoras pertinentes, con cifras o saldos al cierre del mes inmediato anterior a la fecha de colocación de las emisiones a efectuarse.

- Suscribir y otorgar los convenios o contratos que sean necesarios para cumplir con los fines y objetivos del Fideicomiso, de acuerdo a los mecanismos e instrumentos establecidos por el Consejo.
- Autorizar la retención y la transferencia prioritaria de los recursos del FODES mediante el otorgamiento de una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia de fondos, para que sean entregados por el Ministerio de Hacienda al Fideicomiso.
- Reconocer legalmente, así como en su contabilidad y estados financieros, las obligaciones de las deudas reestructuradas que han sido pagadas por el Fideicomiso, mediante los documentos que estime el Consejo.
- Pagar los saldos de los créditos u obligaciones que no hayan sido reestructurados en virtud del Fideicomiso.

#### **Administración del FIDEMUNI**

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

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

El Consejo de Vigilancia vigente al 31 de diciembre de 2016 es el siguiente:

D. Presidente:	Carlos Cáceres Chávez
D. Presidente Suplente:	Roberto Solórzano
Director:	Roberto Lorenzana

Director Suplente: Manuel Villacorta  
 Directora: Gladys de Serpas  
 Directora Suplente: Elena de Gómez  
 Directora Secretaria: Mélida Mancía  
 D. Secretario Suplente: Boris Bonilla  
 Directora: Leticia Hernández  
 Director Suplente: Teodoro Pinera Osorio  
 Director: Miguel Ángel Pereira  
 Director Suplente: Milton Serrano

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

### Deuda de las Municipalidades

En octubre de 2010, el total adeudado por las Alcaldías era de US\$229.7 millones. Dicho monto se integraba por US\$32.5 millones en deudas de corto plazo y US\$197.2 millones en obligaciones a largo plazo. De las 262 Municipalidades existentes, 61 no poseían a esa fecha deudas de largo plazo. La tasa promedio ponderada de los préstamos de largo plazo era de 11.49% y su plazo promedio ponderado al vencimiento de 89 meses (7.4 años).

En promedio, para los próximos 4 años la cuota mensual que debieron desembolsar las Municipalidades para el pago de sus pasivos de largo plazo era de US\$3.6 millones (capital + intereses), lo que representaba en 2010 el 29.5% de los fondos FODES destinados a inversión. Los fondos FODES en el 2009 representaron el 51% del total de ingresos de los 262 Municipios, por lo que su proporción era significativa en los ingresos de las Alcaldías y destinar 29.5% de estos fondos al pago de deudas de largo plazo restringía en forma importante la capacidad de los Municipios para invertir en el bienestar social de las comunidades.

### PERFIL DEL FIDUCIARIO

El Banco Multisectorial de Inversiones (BMI) –hoy Banco de Desarrollo de El Salvador (BANDESAL) - fue constituido como una Institución Pública de Crédito en 1994, gozando de personería jurídica y patrimonio propio. El capital social del Banco estaba constituido en su totalidad por el aporte del Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR). Su actividad principal consistía en promover y desarrollar proyectos de inversión del sector privado que contribuían al crecimiento de los sectores productivos. Para llevar a cabo su misión el Banco operaba como una institución financiera de segundo piso concediendo préstamos a través de otras instituciones intermediarias consideradas elegibles para financiar el desarrollo de los diferentes proyectos de inversión.

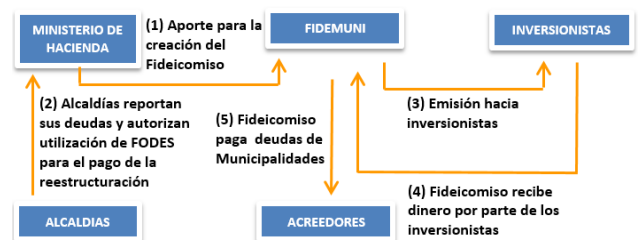
Con fecha 16 de abril de 2008, a través de la Asamblea Legislativa se emitió el decreto para reformar algunos artículos de la Ley de Creación del BMI. Las principales reformas se refirieron a la ampliación de la definición de las instituciones elegibles para efectuar operaciones financieras hacia intermediarios financieros, nacionales o

extranjeros, que no estén supervisados por la Superintendencia; así como el otorgamiento de un mayor número de facultades para llevar a cabo sus operaciones.

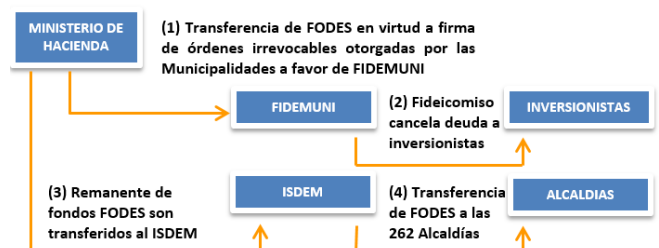
Con fecha 22 de septiembre de 2011, se emitió el Decreto Legislativo No. 847 que contiene la Ley del Sistema Financiero para Fomento al Desarrollo que determinó la creación del Banco de Desarrollo de El Salvador (BANDESAL) que sucede por decreto de Ley al Banco Multisectorial de Inversiones, y que ahora cuenta con facultades y competencias más amplias en cuanto a facilitar el acceso al financiamiento a los sectores productivos del país. La Ley entró en vigencia el 19 de enero de 2012, fecha en la cual todos los bienes, derechos y obligaciones inclusive las laborales del BMI, fueron transferidos al nuevo Banco de Desarrollo.

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

### Diagrama de la Emisión



### Diagrama de Flujo de Pagos



### RIESGOS DE FIDEMUNI

#### Riesgo Regulatorio

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

### **Riesgo de Mora**

El Ministerio de Hacienda podría retrasarse transfiriendo al FIDEMUNI las cantidades acordadas para amortizar el pago de las deudas reestructuradas a las Municipalidades de conformidad a las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos proporcionadas por los Municipios participantes. En este sentido el Fideicomiso mantiene como sana practica administrativa un excedente de liquidez promedio de por lo menos el equivalente a 2 cuotas de transferencia mensual de fondos FODES.

### **Riesgo de Liquidez**

El riesgo de liquidez de un inversionista en la presente emisión está relacionado con la incertidumbre en la venta de los valores en que ha invertido en el mercado secundario, o en la incertidumbre en la obtención de liquidez sobre su inversión a través de otros mecanismos del mercado de capitales.

### **Riesgo de Mercado**

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

## **ANALISIS DE RIESGO**

Los estados financieros del Fideicomiso han sido preparados con base a políticas y prácticas contables adoptadas por el Agente Fiduciario en función de la naturaleza de las operaciones de FIDEMUNI, utilizando como marco de referencia las Normas Contables emitidas por la Superintendencia del Sistema Financiero. Al 31 de diciembre de 2016, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros del Fideicomiso.

La evolución de la estructura financiera ha estado determinada por la tendencia decreciente de los préstamos por cobrar, la menor posición en inversiones, la disminución en los títulos de emisión propia por amortizaciones y redención anticipada a inversionistas; así como por el limitado desempeño financiero en términos de generación de resultados.

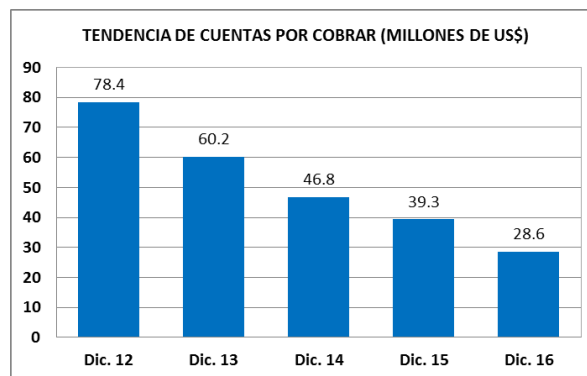
### **Préstamos por Cobrar**

En virtud a su naturaleza y objetivo de constitución, la estructura financiera de FIDEMUNI refleja una alta participación de préstamos por cobrar a las Municipalidades integrantes, representando el 76.8% de los activos al cierre de diciembre de 2016 (66% en diciembre de 2015). Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; habiendo disminuido a 51 con un saldo por pagar a FIDEMUNI de US\$28.6 millones (incluyendo intereses por recibir). Los préstamos por cobrar están pactados a un plazo de 120 meses y una tasa de rendimiento de 6.25% anual garantizados con recursos FODES.

Las cuentas por cobrar registran una disminución anual de US\$10.7 millones, reflejando el efecto de la amortización de saldos y el volumen de pagos anticipados recibidos de las municipalidades de Apopa, Tejutla, El Divisadero, Estanzuelas, Apaneca y Chalatenango (US\$4.4 millones que incluyen capital, intereses, penalidad e impues-

tos). En virtud al mecanismo de pago establecido, el riesgo de incobrabilidad es relativamente bajo y vinculado al desempeño de la calificación soberana de El Salvador (Moody's, - B3 con perspectiva negativa). En ese contexto, debe valorarse el efecto que tendría el incumplimiento o atraso en la transferencia de los fondos FODES hacia FIDEMUNI.

Es relevante señalar que las Municipalidades que reestructuraron sus deudas en el Fideicomiso y requieran contraer nuevas obligaciones de acuerdo a lo establecido en la Ley de Endeudamiento Público Municipal, podrán hacerlo, siempre y cuando sus cuotas de descuento que recaigan sobre recursos FODES no sobrepasen el 35% de la totalidad de recursos asignados para inversión del Municipio. Las Alcaldías participantes reciben un monto promedio mensual de US\$9.9 millones en fondos FODES y la cuota global mensual por las deudas con FIDEMUNI es aproximadamente US\$765 mil, representando así el 7.7%.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

### **Efectivo e Inversiones**

Al 31 de diciembre de 2016, el Fideicomiso registra un saldo consolidado de efectivo e inversiones de US\$8.7 millones; recursos que en el lapso de un año han registrado una disminución conjunta de US\$11.6 millones, explicada por el uso de fondos para la redención anticipada de la emisión (US\$14 millones). Su participación en la estructura de balance se ha incrementado a 23.3% desde 3.6% en diciembre de 2011, en razón a la acumulación de fondos provenientes principalmente de prepagos recibidos de las Municipalidades participantes.

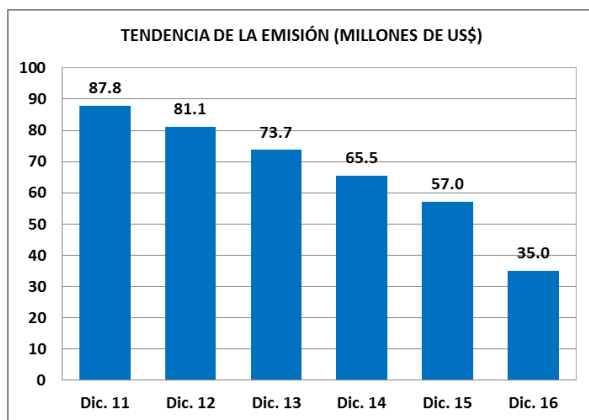
El portafolio de inversiones está integrado por certificados de inversión, valores de titularización relacionados con Municipalidades (varias de las cuales participan en FIDEMUNI), entidades financieras y otros. La exposición de FIDEMUNI en inversiones se señala en el análisis, destacando su mayor perfil de riesgo como fuente de pago de la emisión de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI).

Es relevante mencionar que durante 2016 se materializó la opción de redención anticipada de algunos tramos de la emisión CEMUNI por un monto de US\$14 millones, según lo establecido en la Ley de Creación del Fideicomiso, con lo cual se mitiga parcialmente el riesgo de crédito en inversiones, permitiendo asimismo reducir los descaldes de flujos que comenzaron a materializarse desde 2013.

Cabe precisar que en el monto redimido fueron incluidos US\$2.7 millones en títulos correspondientes a la Serie 2, los cuales vencieron en su mayoría en el primer semestre de 2016. Por otra parte es relevante mencionar que los recursos líquidos del Fideicomiso en adición a las transferencias de fondos FODES cubren el servicio de la deuda y costos asociados de FIDEMUNI (administrativos, comisiones, entre otros).

### Pasivos del Fideicomiso

La emisión de certificados CEMUNI registra un saldo de US\$35.0 millones al 31 de diciembre de 2016; integrándose por una Serie y cuatro tramos vigentes. Los títulos Serie 1 fueron emitidos a 10 años plazo con un rendimiento fijo anual del 6%, amortización fija y variable con pago mensual de intereses. Los títulos Serie 2 fueron emitidos a 5 años plazo con un rendimiento fijo anual del 4.75%, amortización mensual variable y pago de intereses mensual, cuyo vencimiento se efectuó en diferentes meses de 2016.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

La fuente de pago se fundamenta en el mecanismo establecido en la Ley de FIDEMUNI en donde el Ministerio de Hacienda traslada de los recursos FODES, la cuota correspondiente a la amortización de la deuda que las Municipalidades participantes tienen con el Fideicomiso. En ese contexto, se ha transferido hacia el Fideicomiso un total de US\$8.6 millones durante 2016 (US\$9.2 millones en 2015). La distorsión que en la estructura financiera de la emisión han ocasionado los prepagos es un aspecto que se ha mitigado con la redención anticipada realizada en el período de 2016.

### Análisis de Resultados

El Fideicomiso cierra con una pérdida neta de US\$196 mil (-US\$343 mil en 2015); debiendo señalar que el menor aporte de los intereses de préstamos ha sensibilizado en forma significativa el desempeño de FIDEMUNI. Se destaca el flujo proveniente de intereses de inversiones que hasta 2014 había presentado una tendencia al alza; sin embargo no compensa la menor contribución de ingresos de préstamos.

En virtud a la proporción en que decrecen los ingresos respecto de la evolución de los costos de operación, el Fideicomiso registra una pérdida antes de gastos de US\$150 mil, mientras que el margen operativo pasa de -10% a -7.0% en el lapso de un año. En esa dinámica, el Fideicomiso cierra con un margen neto negativo de -7.3%.

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

	Dic.13	%	Dic.14	%	Dic.15	%	Dic.16	%
<b>ACTIVO</b>								
<b>Circulante</b>								
Disponibilidad	6,306	8.2%	11,028	16.1%	12,239	20.5%	2,930	7.9%
Inversiones	10,108	13.2%	10,598	15.5%	8,057	13.5%	5,730	15.4%
Cuentas por Cobrar	60,213	78.6%	46,842	68.4%	39,334	66.0%	28,629	76.8%
<b>Total Activo Circulante</b>	<b>76,627</b>	<b>100%</b>	<b>68,468</b>	<b>100%</b>	<b>59,631</b>	<b>100%</b>	<b>37,289</b>	<b>100%</b>
<b>Otros Activos</b>								
Diversos	2	0.0%	1	0.0%	9	0.0%	13	0.0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>76,629</b>	<b>100%</b>	<b>68,469</b>	<b>100%</b>	<b>59,641</b>	<b>100%</b>	<b>37,302</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>								
<b>Circulante</b>								
Cuentas por pagar	312	0.4%	211	0.3%	192	0.3%	127	0.3%
<b>Total Pasivo Circulante</b>	<b>312</b>	<b>0.4%</b>	<b>211</b>	<b>0.3%</b>	<b>192</b>	<b>0.3%</b>	<b>127</b>	<b>0.3%</b>
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>								
Emisión de Títulos Valores	73,710	96.2%	65,515	95.7%	57,049	95.7%	34,971	93.8%
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>74,021</b>	<b>96.6%</b>	<b>65,727</b>	<b>96.0%</b>	<b>57,241</b>	<b>96.0%</b>	<b>35,099</b>	<b>94.1%</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
Aporte al Fideicomiso	1,000	1.3%	1,000	1.5%	1,000	1.7%	1,000	2.7%
Resultados Acumulados	1,608	2.1%	1,742	2.5%	1,399	2.3%	1,203	3.2%
<b>TOTAL DEL PATRIMONIO</b>	<b>2,608</b>	<b>3.4%</b>	<b>2,742</b>	<b>4.0%</b>	<b>2,399</b>	<b>4.0%</b>	<b>2,203</b>	<b>5.9%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>76,629</b>	<b>100%</b>	<b>68,469</b>	<b>100%</b>	<b>59,641</b>	<b>100%</b>	<b>37,302</b>	<b>100%</b>

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

	Dic.13	%	Dic.14	%	Dic.15	%	Dic.16	%
<b>Ingresos de Operación</b>	<b>5,044</b>	<b>100%</b>	<b>4,260</b>	<b>100%</b>	<b>3,360</b>	<b>100%</b>	<b>2,699</b>	<b>100%</b>
Intereses de créditos	4,425	88%	3,374	79%	2,699	80%	2,116	78%
Intereses sobre Inversiones	365	7%	661	16%	560	17%	450	17%
Intereses sobre Depósitos	35	1%	91	2%	81	2%	47	2%
Otros Ingresos	219	4%	134	3%	21	1%	87	3%
<b>Costos de Operación</b>	<b>4,452</b>	<b>88%</b>	<b>4,050</b>	<b>95%</b>	<b>3,640</b>	<b>108%</b>	<b>2,849</b>	<b>106%</b>
Intereses	4,440	88%	4,031	95%	3,604	107%	2,779	103%
Otros Gastos	12	0%	19	0%	36	1%	70	3%
<b>Resultado antes de Gastos</b>	<b>592</b>	<b>12%</b>	<b>210</b>	<b>5%</b>	<b>-280</b>	<b>-8%</b>	<b>-150</b>	<b>-6%</b>
<b>Gastos de Operación</b>	<b>91</b>	<b>2%</b>	<b>73</b>	<b>2%</b>	<b>63</b>	<b>2%</b>	<b>48</b>	<b>2%</b>
Comisión por Administración	78	2%	70	2%	61	2%	46	0%
Otros Gastos Administrativos	14	0%	4	0%	2	0%	2	-7%
<b>Resultado de Operación</b>	<b>501</b>	<b>10%</b>	<b>137</b>	<b>3%</b>	<b>-343</b>	<b>-10%</b>	<b>-198</b>	<b>-7%</b>
Otros Ingresos (Gastos)	-11	0%	-2	0%	0	0%	2	0%
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>491</b>	<b>10%</b>	<b>134</b>	<b>3%</b>	<b>-343</b>	<b>-10%</b>	<b>-196</b>	<b>-7%</b>



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

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>	<b>Dic.13</b>	<b>Dic.14</b>	<b>Dic.15</b>	<b>Dic.16</b>
<b>Capital</b>				
Pasivo / Patrimonio	28.4	24.0	23.9	15.9
Pasivo / Activo	1.0	1.0	1.0	0.9
Patrimonio / Préstamos	4.3%	5.9%	6.1%	7.7%
Patrimonio / Activos	3.4%	4.0%	4.0%	5.9%
<b>Liquidez</b>				
Efectivo / Activos	8.2%	16.1%	20.5%	7.9%
Efectivo + Inversiones / Activos	21.4%	31.6%	34.0%	23.2%
Cuentas por C.+ Efectivo + Inversiones / Emisión	104.0%	104.5%	104.5%	106.6%
Cuentas por cobrar / Emisión títulos	81.7%	71.5%	68.9%	81.9%
<b>Rentabilidad</b>				
ROAE	20.8%	5.0%	-13.3%	-8.5%
ROAA	0.6%	0.2%	-0.5%	-0.4%
Margen Financiero Neto	11.7%	4.9%	-8.3%	-5.6%
Utilidad neta / Ingresos Financieros	9.7%	3.2%	-10.2%	-7.3%
Gastos Operativos / Total activos	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Componente Extraordinario en Utilidades	-2.1%	-1.8%	0.1%	-0.8%
Rentabilidad de inversiones	2.4%	3.5%	3.2%	5.7%
Rendimiento de préstamos	7.3%	7.2%	6.9%	7.4%
Costo de la Deuda	6.0%	6.2%	6.4%	8.1%
Margen	1.3%	1.0%	0.5%	-0.8%
Gastos O.+Reservas / Utilidad antes de Rvas.	15.4%	34.9%	-22.5%	-32.1%
Eficiencia operativa	15.4%	34.9%	-22.5%	-32.1%
<b>Calidad de activos</b>				
Préstamos / Activos	78.6%	68.4%	66.0%	76.8%

**MONTO Y SALDO DE LAS EMISIONES VIGENTES AL 31 DE DICIEMBRE DE 2016**

<b>Emisión</b>	<b>Monto</b>	<b>Tasa</b>	<b>Plazo</b>	<b>Saldo</b>	<b>Garantía</b>
Tramo 1	30,776	6.00%	10	14,093	FODES
Tramo 3	25,513	6.00%	10	16,046	FODES
Tramo 5	4,200	6.00%	10	2,680	FODES
Tramo 7	3,220	6.00%	10	2,152	FODES
	<b>63,709</b>			<b>34,971</b>	