

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES - FIDEMUNI

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 28 de octubre de 2016

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	Estable	

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

-----MM US\$ al 30.06.16-----			
ROAA: -0.7%	ROAE: -15.3%	Activos: 45.2	
Ingresos: 1.438	Pérdida: -0.175	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 y 2015, no auditados al 30 de junio de 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 30 de junio 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 prelación 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 significativamente 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 atraviesa actualmente El Estado; (d) el costo de oportunidad que representa la menor rentabilidad del creciente portafolio de inversiones respecto del rendimiento de las cuentas por cobrar a las Municipalidades; y (e) el resultado adverso generado al cierre de junio de 2016. La perspectiva de la calificación se modifica de Estable a 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\$351 millones de la cual a junio de 2016 se han canalizado US\$4.4 millones hacia FIDEMUNI.

Con respecto a la estructura financiera de FIDEMUNI, el 75.4% 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 junio 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\$10.0 millones, realizada con fecha 18 de mayo de 2016.

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 junio de 2015, los préstamos registran una disminución del 22% equivalente en términos monetarios a US\$9.6 millones, variación explicada por la amortización de saldos y el volumen del pago anticipado recibido de tres 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 de profundizarse la contingencia de liquidez por la que atraviesa El Estado. Cabe precisar que en enero 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 septiembre de 2016.

Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; habiendo disminuido el número a 54 con un saldo por pagar a FIDEMUNI de US\$34.0 millones al cierre de junio de 2016 (58 Alcaldías por US\$43.5 millones en junio de 2015). Es relevante mencionar que durante el primer semestre de 2016 únicamente se ha registrado prepago de 4 municipalidades (Tejutla, Apopa, El Divisadero y Apaneca); mientras que en similar periodo de 2015 no se registraron prepagos.

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 sobre-

pasen 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\$733 miles, representando así el 7.7%.

Respecto a los prepagos recibidos de las Municipalidades, estos han sido canalizados hacia efectivo e inversiones financieras; recursos que al 30 de junio de 2016 totalizan US\$11.1 millones, representando de manera conjunta el 24.6% de los activos de FIDEMUNI (31.9% en junio de 2015). 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.

En ese contexto, en mayo de 2016 se materializó la opción de redención anticipada de algunos tramos de la emisión CEMUNI por un monto de US\$10.0 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 descargos de flujos que comenzaron a materializarse desde 2013 y que se hicieron más amplios en los años subsiguientes. 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\$42.8 millones al 30 de junio de 2016 integrándose por dos Series y seis 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. Los títulos Serie 2 fueron emitidos a 5 años plazo con un rendimiento fijo anual de 4.75%, amortización mensual variable y pago de intereses mensual; estos últimos con vencimiento en el presente año. 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). En virtud a la mayor proporción en que crecen los costos respecto de los ingresos, 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

Al cierre del segundo trimestre de 2016, el Producto Interno Bruto de El Salvador registró un crecimiento interanual de 2.5% siendo la tasa más alta después de la obtenida en similar período del año 2012. A nivel de sectores de la economía, agricultura y bienes inmuebles exhiben las mayores tasas de expansión (4.2% y 3.2% respectivamente). Adicionalmente, el sector construcción refleja por cuarto trimestre consecutivo una variación positiva en su PIB, situándose en 2.2% al cierre del primer semestre del año.

La economía de El Salvador creció en 2.5% al cierre del año 2015, haciendo notar que el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta una tasa de expansión para el año 2016 similar a la obtenida en 2015 (menor a la de sus pares en la región). Al respecto, la revisión de las tasas de crecimiento históricas podría determinar una menor percepción sobre el desempeño de la economía doméstica en los últimos años.

Por otra parte, entre los principales aspectos favorables que podrían continuar incidiendo en la dinámica productiva para el presente año se señalan los bajos 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, el deterioro en las finanzas públicas, y el impacto de efectos climáticos adversos.

Las bajas tasas de inflación registradas desde el segundo semestre de 2012 se han perfilado como una de las principales fortalezas de la economía salvadoreña, incidiendo favorablemente en la capacidad de adquisición de los consumidores. Al 31 de agosto de 2016, el Índice de Precios al Consumidor exhibe una variación interanual de 0.95% (-2.0% en agosto de 2015) haciendo notar que el precio del petróleo en los mercados internacionales contribuye a explicar la baja tasa de inflación doméstica.

En otro aspecto, el flujo de remesas registra una expansión interanual de US\$175.6 millones al cierre de agosto de 2016. Dicha evolución está vinculada al desempeño de la economía estadounidense, donde su PIB se estima que aumentó en 1.2% durante el segundo trimestre de 2016. Los ingresos totales del gobierno crecieron en 9.0% al 30 de junio de 2016 proveniente de la recaudación de Impuesto Sobre la Renta y la aplicación de la Contribución Especial para la Seguridad Pública aprobada a finales del año 2015; en tanto el gasto experimentó un incremento de US\$102.7 millones, principalmente gasto de capital (inversión), intereses y en remuneraciones.

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, presionando 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. A la fecha del presente informe estas reformas siguen en discusión en la Asamblea Legislativa.

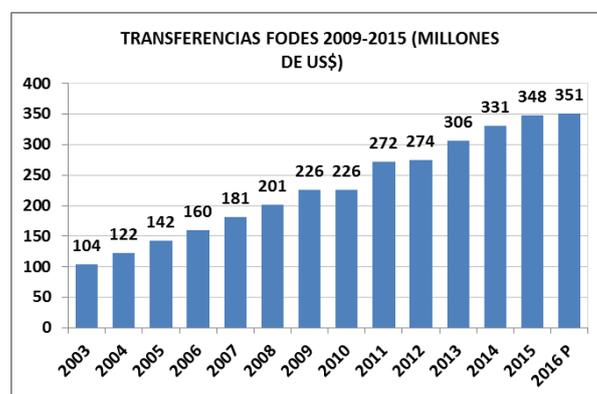
Por otra parte, los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador se ubican en niveles relativamente altos y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. El deterioro en las finanzas públicas ha conllevado a un incremento en el saldo de la deuda pública total, ubicándose en US\$17,217 millones (aproximadamente el 64.0% del PIB) al 31 de agosto de 2016.

Adicionalmente, el Gobierno ha recurrido a la emisión de deuda de corto plazo para cubrir el déficit fiscal, debiendo señalar que en el último trimestre de 2016 se tienen programados importantes desembolsos en concepto de servicio de la deuda, ante lo cual las autoridades gubernamentales y la Asamblea Legislativa se encuentran revisando la aprobación de US\$1,200 millones para la emisión de bonos en los mercados internacionales junto a una Ley de Responsabilidad Fiscal para ordenar las finanzas públicas y cumplir con el ajuste recomendado por el FMI. Ante esta situación, todas las agencias internacionales de calificación han reducido la nota crediticia de El Salvador. Al respecto, el pasado 11 de agosto de 2016 Moody's Investors Service redujo la nota a B1 desde Ba3.

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.

El análisis de las transferencias de los fondos FODES en los últimos diez años determina una tendencia sostenida y creciente; determinándose para 2016 un monto de US\$351 millones, mayor en 1% 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 fideicomitidos.
- 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, correspondientes al Instituto Salvadoreño del Seguro Social, Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada, Instituto Nacional de Pensiones de los Empleados Públicos y Administradoras de Fondos de Pensiones, así como las deudas de carácter fiscal con el Ministerio de Hacienda. No obstante las condiciones establecidas en el inciso segundo del artículo dos de la presente Ley, los montos a ser considerados en estas deudas, deberán certificarse por las instituciones acreedoras pertinentes, con cifras o saldos al cierre del mes inmediato anterior a la fecha de colocación de las emisiones a efectuarse.
- Suscribir y otorgar los convenios o contratos que sean necesarios para cumplir con los fines y objetivos del Fideicomiso, de acuerdo a los mecanismos e instrumentos establecidos por el Consejo.
- Autorizar la retención y la transferencia prioritaria de los recursos del FODES mediante el otorgamiento de una Orden Irrevocable de Retención y Transferencia de fondos, para que sean entregados por el Ministerio de Hacienda al Fideicomiso.
- Reconocer legalmente, así como en su contabilidad y estados financieros, las obligaciones de las deudas reestructuradas que han sido pagadas por el Fideicomiso, mediante los documentos que estime el Consejo.
- Pagar los saldos de los créditos u obligaciones que no hayan sido reestructurados en virtud del Fideicomiso.

Administración del FIDEMUNI

La Administración del FIDEMUNI le corresponde al Fiduciario 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 re-

presentante del Fiduciario, tendrá voz pero no voto en las decisiones del Consejo.

- Dos representantes de la Corporación de Municipalidades de la República de El Salvador, que se abrevia COMURES, quienes fungirán como Directores y sus suplentes, quienes serán nombrados por la Junta Directiva de dicha Corporación.

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

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

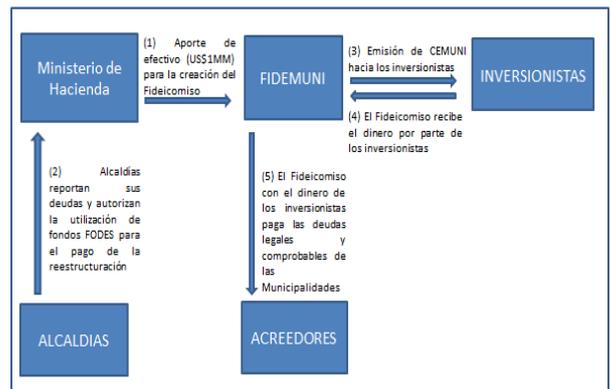
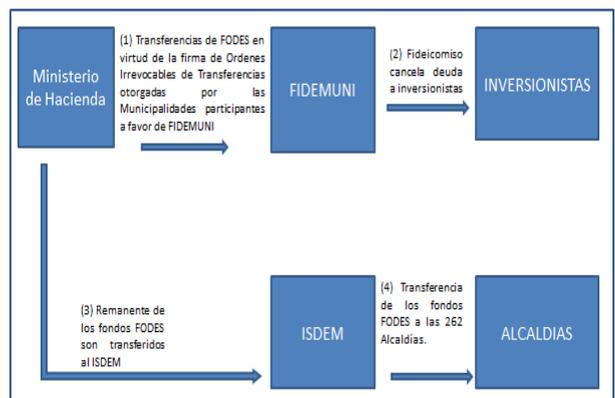


Diagrama de Flujo de Pagos



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 práctica 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.

ANÁLISIS 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 2015, 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.

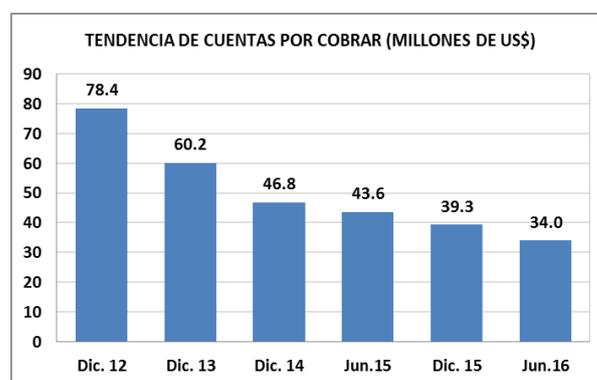
Préstamos por Cobrar

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 75.4% de los activos al cierre de junio de 2016 (68.1% en junio de 2015). Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; habiendo disminuido a 54 con un saldo por pagar a FIDEMUNI de US\$34.0 millo-

nes (58 Alcaldías por US\$46.5 millones en junio de 2015). 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.

La evolución de las cuentas por cobrar en los últimos doce meses ha estado determinada por la disminución de US\$9.6 millones, valorando la amortización de saldos y al volumen de pagos anticipados recibidos de las municipalidades de Tejutla, Apopa, El Divisadero y Apaneca (US\$1.5 millones).

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, redujo en agosto del presente año la nota de El Salvador a B1 desde Ba3, manteniéndola en observación para una potencial disminución del perfil soberano). En ese contexto, debe valorarse el efecto que tendría el incumplimiento o atraso en la transferencia de los fondos FODES hacia FIDEMUNI.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

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\$733 miles, representando así el 7.7%.

Efectivo e Inversiones

Al 30 de junio de 2016, el Fideicomiso registra un saldo consolidado de efectivo e inversiones de US\$11.1 millones; recursos que en el lapso de un año han registrado una disminución conjunta de US\$9.3 millones, explicada por la redención anticipada realizada en mayo de 2016 (US\$10.0 millones). Su participación en la estructura de balance se ha incrementado a 24.6% 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 la Administración del Fideicomiso ejerció en mayo de 2016 la opción de redención anticipada de algunos tramos de la emisión CEMUNI por US\$10.0 millones, con el objetivo de mitigar el riesgo de crédito en inversiones, que le permita reducir los descuentos de flujos que comenzaron a materializarse desde 2013 y que se hicieron más amplios en los años subsiguientes.

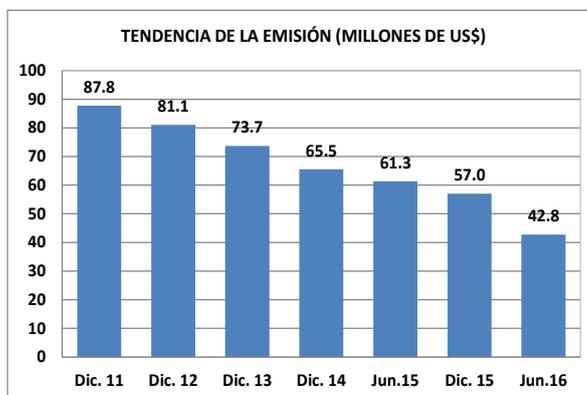
Cabe precisar que en el monto redimido fueron incluidos US\$2.7 millones en títulos correspondientes a la serie 2, los cuales vencieron en el primer semestre de 2016. Por otra parte es relevante mencionar que los recursos líquidos del Fideicomiso en adición a las transferencias de fondos FODES cubren 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\$42.8 millones al 30 de junio de 2016; integrándose por dos Series y seis 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 de 4.75%, amortización mensual variable y pago de intereses mensual, cuyo vencimiento es en diferentes meses de 2016.

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\$4.4 millones durante el primer semestre de 2016 (US\$4.6 millones a junio de 2015). La distorsión que en la estructura financiera de la emisión han ocasionado los prepagos es un aspecto que se ha mitigado parcialmente con la redención anticipada realizada en mayo de 2016.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

Análisis de Resultados

El Fideicomiso cierra con una pérdida neta de US\$175 mil (pérdida de US\$149 mil en junio de 2015); debiendo señalar que el menor aporte de los intereses de préstamos ha sensibilizado en forma significativa el desempeño de FIDEMUNI. 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, pasando el margen operativo de -9.0% a -10.0% en el lapso de un año. En esa dinámica, el Fideicomiso cierra con un margen neto negativo de -12.0%.

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACION DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES

FIDEMUNI

BALANCES GENERALES

(MILES DE US\$)

	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Jun.15	%	Dic.15	%	Jun.16	%
ACTIVO												
Circulante												
Disponibilidad	1,531	1.8%	6,306	8.2%	11,028	16.1%	10,565	16.5%	12,239	20.5%	4,274	9.5%
Inversiones	3,517	4.2%	10,108	13.2%	10,598	15.5%	9,884	15.4%	8,057	13.5%	6,829	15.1%
Cuentas por Cobrar	78,398	93.9%	60,213	78.6%	46,842	68.4%	43,632	68.1%	39,334	66.0%	34,035	75.4%
Total Activo Circulante	83,446	100%	76,627	100%	68,468	100%	64,082	100%	59,631	100%	45,137	100%
Otros Activos												
Diversos	16	0.0%	2	0.0%	1	0.0%	8	0.0%	9	0.0%	14	0.0%
TOTAL ACTIVO	83,461	100%	76,629	100%	68,469	100%	64,089	100%	59,641	100%	45,152	100%
PASIVO Y PATRIMONIO												
Circulante												
Cuentas por pagar	253	0.3%	312	0.4%	211	0.3%	180	0.3%	192	0.3%	167	0.4%
Total Pasivo Circulante	253	0.3%	312	0.4%	211	0.3%	180	0.3%	192	0.3%	167	0.4%
Pasivo a Largo Plazo												
Emisión de Títulos Valores	81,091	97.2%	73,710	96.2%	65,515	95.7%	61,317	95.7%	57,049	95.7%	42,760	94.7%
TOTAL DEL PASIVO	81,344	97.5%	74,021	96.6%	65,727	96.0%	61,497	96.0%	57,241	96.0%	42,927	95.1%
PATRIMONIO												
Aporte al Fideicomiso	1,000	1.2%	1,000	1.3%	1,000	1.5%	1,000	1.6%	1,000	1.7%	1,000	2.2%
Resultados Acumulados	1,117	1.3%	1,608	2.1%	1,742	2.5%	1,593	2.5%	1,399	2.3%	1,224	2.7%
TOTAL DEL PATRIMONIO	2,117	2.5%	2,608	3.4%	2,742	4.0%	2,593	4.0%	2,399	4.0%	2,224	4.9%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	83,461	100%	76,629	100%	68,469	100%	64,089	100%	59,641	100%	45,152	100%

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACION DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES

FIDEMUNI

ESTADOS DE RESULTADOS

(MILES DE US\$)

	Dic.12	%	Dic.13	%	Dic.14	%	Jun.15	%	Dic.15	%	Jun.16	%
Ingresos de Operación	5,357	100%	5,044	100%	4,260	100%	1,735	100%	3,360	100%	1,438	100%
Intereses de créditos	5,191	97%	4,425	88%	3,374	79%	1,394	80%	2,699	80%	1,141	79%
Intereses sobre Inversiones	117	2%	365	7%	661	16%	294	17%	560	17%	222	15%
Intereses sobre Depósitos	16	0%	35	1%	91	2%	47	3%	81	2%	34	2%
Otros Ingresos	33	1%	219	4%	134	3%	0	0%	21	1%	41	3%
Costos de Operación	4,787	89%	4,452	88%	4,050	95%	1,884	109%	3,640	108%	1,588	110%
Intereses	4,781	89%	4,440	88%	4,031	95%	1,841	106%	3,604	107%	1,556	108%
Otros Gastos	6	0%	12	0%	19	0%	43	2%	36	1%	32	2%
Utilidad antes de Gastos	570	11%	592	12%	210	5%	-149	-9%	-280	-8%	-150	-10%
Gastos de Operación	97	2%	91	2%	73	2%	0	0%	63	2%	27	2%
Comisión por Administración	84	2%	78	2%	70	2%	0	0%	61	2%	26	0%
Otros Gastos Administrativos	13	0%	14	0%	4	0%	0	-9%	2	0%	0	-12%
Utilidad de Operación	473	9%	501	10%	137	3%	-149	-9%	-343	-10%	-176	-12%
Otros Ingresos (Gastos)	-5	0%	-11	0%	-2	0%	0	0%	0	0%	2	0%
Utilidad del Ejercicio	468	9%	491	10%	134	3%	-149	-9%	-343	-10%	-175	-12%

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

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.12	Dic.13	Dic.14	Jun.15	Dic.15	Jun.16
Capital						
Pasivo / Patrimonio	38.4	28.4	24.0	23.7	23.9	19.3
Pasivo / Activo	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Patrimonio / Préstamos	2.7%	4.3%	5.9%	5.9%	6.1%	6.5%
Patrimonio / Activos	2.5%	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.9%
Liquidez						
Efectivo / Activos	1.8%	8.2%	16.1%	16.5%	20.5%	9.5%
Efectivo + Inversiones / Activos	6.0%	21.4%	31.6%	31.9%	34.0%	24.6%
Cuentas por cobrar / Emisión títulos	96.7%	81.7%	71.5%	71.2%	68.9%	79.6%
Rentabilidad						
ROAE	24.9%	20.8%	5.0%	-3.3%	-13.3%	-15.3%
ROAA	0.5%	0.6%	0.2%	-0.1%	-0.5%	-0.7%
Margen Financiero Neto	10.6%	11.7%	4.9%	-8.6%	-8.3%	-10.4%
Utilidad neta / Ingresos Financieros	8.7%	9.7%	3.2%	-8.6%	-10.2%	-12.2%
Gastos Operativos / Total activos	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
Componente Extraordinario en Utilidades	-1.0%	-2.1%	-1.8%	0.3%	0.1%	-1.0%
Rentabilidad de inversiones	2.6%	2.4%	3.5%	3.3%	3.2%	4.6%
Rendimiento de préstamos	6.6%	7.3%	7.2%	6.4%	6.9%	6.7%
Costo de la Deuda	5.9%	6.0%	6.2%	6.1%	6.4%	7.4%
Margen	0.7%	1.3%	1.0%	0.2%	0.5%	-0.7%
Gastos O.+Reservas / Utilidad antes de Rvas.	17.0%	15.4%	34.9%	0.2%	-22.5%	-17.8%
Eficiencia operativa	17.0%	15.4%	34.9%	0.2%	-22.5%	-17.8%
Calidad de activos						
Préstamos / Activos	93.9%	78.6%	68.4%	68.1%	66.0%	75.4%

MONTO Y SALDO DE LAS EMISIONES VIGENTES AL 30 DE JUNIO DE 2016

Emisión	Monto	Tasa	Plazo	Saldo	Garantía
Tramo 1	30,775	6.00%	10	19,894.7	FODES
Tramo 2	13,190	4.75%	5	0	FODES
Tramo 3	25,513	6.00%	10	17,576.7	FODES
Tramo 4	10,935	4.75%	5	0	FODES
Tramo 5	4,200	6.00%	10	2,900.4	FODES
Tramo 6	1,800	4.75%	5	33.9	FODES
Tramo 7	3,220	6.00%	10	2,252.1	FODES
Tramo 8	1,380	4.75%	5	102.3	FODES
TOTAL	91,013			42,760.1	