

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES FIDEMUNI

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 26 de octubre de 2018

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	Estable	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 30.06.18-----			
ROAA: 0.1%	ROAE: 0.9%	Activos: 20.9	
Ingresos: 0.7	Utilidad: 0.05	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 2014, 2015, 2016 y 2017; estados financieros no auditados al 30 de junio de 2017 y 2018; 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 en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2018. En la calificación otorgada se ha valorado: (a) la facultad del Ministerio de Hacienda para retener mensualmente las cuotas acordadas para amortizar el pago de las deudas reestructuradas de las municipalidades de las transferencias FODES (de conformidad a las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos); (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, valorándose una tendencia sostenida y creciente en el monto de las transferencias; 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 con 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 las presiones de liquidez a las que se verá expuesto El Estado, en razón de los plazos de vencimiento de la deuda pública; (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) los modestos indicadores de rentabilidad presentados a junio 2018.

La perspectiva de la calificación se mantiene en Estable, en virtud de la reforma al sistema previsional aprobada a finales de 2017, que reduce las presiones de liquidez en el corto plazo para 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 Gobierno de El Salvador por medio del Ministerio de Hacienda, mientras que el Fiduciario es el Banco de Desarrollo de El Salvador. 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 orienten 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. Las transferencias de los fondos FODES han mostrado una tendencia sostenida y alcista, hasta el año 2016. Posteriormente, a lo largo de 2016, 2017, y la asignación anual para 2018, dichos montos se han mantenido estables (leve disminución anual del 0.6% al cierre de junio 2018).

Con respecto a la estructura financiera de FIDEMUNI, el 78% de sus activos corresponde a cuentas por cobrar a las Municipalidades, en sintonía con la naturaleza y propósito del Fideicomiso. Históricamente, el saldo de los préstamos por cobrar ha mostrado una tendencia decreciente en razón de los pagos anticipados recibidos y a la amortización de la deuda.

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. Las cuentas por cobrar registran una disminución en el lapso de 12 meses del 33%, como resultado de la amortización de saldos y el volumen de pagos anticipados recibidos de las municipalidades de Santa Elena, Ahuachapán y San Antonio del Monte. 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. En ese contexto, debe valorarse el efecto que tendría el posible incumplimiento o atraso en la transferencia de los fondos FODES hacia FIDEMUNI.

Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; al 30 de junio de 2018, 44 alcaldías tienen un saldo por pagar al FIDEMUNI de US\$16.3 millones (incluyendo intereses).

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 con lo establecido en la Ley de Endeudamiento Público Municipal, podrán hacerlo, siempre y cuando sus cuotas de descuento que recaigan sobre recursos FODES no superen el 35% de la totalidad de recursos asignados para inversión del Municipio. Las Alcaldías participantes reci-

ben un monto promedio mensual de US\$4.1 millones en fondos FODES y la cuota global mensual por las deudas con FIDEMUNI es aproximadamente US\$576 mil, representando así el 14% de los ingresos totales.

Respecto a los prepagos recibidos de las Municipalidades, estos han sido canalizados principalmente hacia efectivo e inversiones financieras; recursos que al 30 de junio de 2018 representan de manera conjunta el 21% de los activos de FIDEMUNI (30% en junio de 2017). La menor posición en activos disponibles se fundamenta en el uso de los fondos para redención anticipada de la emisión.

El portafolio de inversiones está integrado en un 55% por instrumentos emitidos por entidades estatales, incluyendo Municipalidades (una de las cuales participa en FIDEMUNI). Por tipo de título, el 100% corresponde a valores de titularización. 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.

Es importante mencionar que en diciembre de 2017 se materializó la opción de redención anticipada de un tramo de la emisión CEMUNI por un monto de US\$6.5 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 descálces 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, la emisión de certificados CEMUNI registra un saldo de US\$18.6 millones al 30 de junio de 2018, 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.

El Fideicomiso cierra con una utilidad neta de US\$53 mil, cifra que representa un incremento del 72% con respecto de junio 2017 (utilidad neta de US\$31 mil). El resultado antes de gastos mejora en US\$17 mil a la luz de la mayor proporción en que decrecen los costos en relación a los ingresos de operación; influenciados ambos componentes por la tendencia de los activos y pasivos vinculados.

Fortalezas

1. Facultad del Ministerio de Hacienda de retener los fondos FODES
2. Seguridad del mecanismo de retención y transferencia de fondos
3. Solidez del marco legal

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

El crecimiento real de la economía salvadoreña fue del 2.3% en 2017 (2.4% en 2016), apoyado principalmente en el fuerte envío de remesas familiares, bajos precios del petróleo; así como en la recuperación sostenida en la economía de los Estados Unidos. Históricamente, El Salvador ha padecido de bajas tasas de crecimiento, reflejando un rezago en comparación a sus pares de la región. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía registrará una tasa de expansión del 2.3% para 2018, en sintonía con las perspectivas positivas de la economía de Estados Unidos, los diversos proyectos de construcción a escala nacional, la Unión Aduanera entre El Salvador, Honduras y Guatemala para dinamizar el comercio regional, entre otros.

No obstante, los elevados niveles de delincuencia y corrupción que exhibe El Salvador; el aplazamiento de reformas en materia fiscal por falta de acuerdos entre los partidos políticos; la incertidumbre proveniente de las elecciones de presidente de 2019; la vulnerabilidad ante eventos climáticos (fenómeno de El Niño); el encarecimiento del gasto financiero debido a la política monetaria de normalización que impulsa la Reserva Federal (FED por sus siglas en inglés) y el mayor endurecimiento en las políticas migratorias en Estados Unidos, considerando la eliminación del programa de Estatus de Protección Temporal (TPS por sus siglas en inglés) se señalan como factores de riesgo adversos para el país.

Al 31 de julio de 2018, las remesas exhiben un crecimiento interanual del 9.5% que se explica por el buen desempeño de la economía estadounidense, aunado a las precauciones tomadas por salvadoreños en el extranjero debido a la incertidumbre provocada por las políticas migratorias de dicho país. En términos prospectivos, se vislumbra que el volumen de remesas se desacelere ligeramente en el corto plazo. Por otra parte, El Salvador continúa exhibiendo bajos niveles de inflación, ubicándose en 1.1% a julio de 2018 (1.0% en julio de 2017) asociado principalmente por su condición de economía dolarizada.

Cabe precisar que el Banco Central de Reserva (BCR) actualizó el sistema de Cuentas Nacionales (SCN), conllevando a una disminución del tamaño del PIB. Lo anterior determinó que los índices de endeudamiento experimentarían un deterioro; haciendo notar que el indicador deuda/PIB de 2017 aumentó a 71% (63% antes de la actualización del SCN). Otro hecho relevante fue la aprobación de la reforma de pensiones que disminuyó las necesidades de financiamiento de corto plazo del gobierno.

A la fecha del presente informe, la calificación soberana del Gobierno de El Salvador es de B3 por Moody's, B por Fitch y CCC+ por S&P, reflejando la vulnerable y la débil posición de las finanzas públicas. Entre los principales aspectos que inhiben una mejora en el perfil crediticio del país se mencionan: el lento crecimiento económico, los recurrentes déficits fiscales, la tendencia creciente de endeudamiento y la falta de acuerdo políticos para implementar una reforma fiscal.

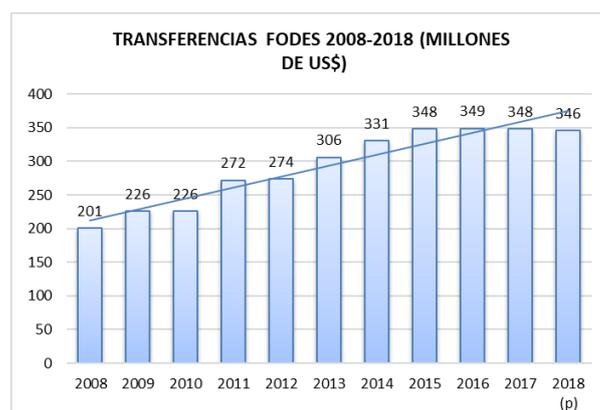
Es importante señalar que, en los próximos años, el Gobierno debe de cumplir con el pago oportuno de una serie

de vencimientos en sus pasivos, lo cual puede ejercer una fuerte presión en su liquidez. En este contexto, impulsar el Acuerdo Marco para la Sostenibilidad Fiscal es indispensable para encaminar las finanzas públicas en la ruta de sostenibilidad. En caso de no materializarse acuerdos fiscales, el Gobierno corre el riesgo de enfrentar dificultades para financiar proyectos sociales, subsidios e inversiones en infraestructura.

ANTECEDENTES Y ASPECTOS RELEVANTES DE FIDEMUNI

Ley de Creación del FODES

El Decreto Legislativo No. 74 de fecha 8 de septiembre de 1988 creó 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% (pasando a ser del 8%).



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

Las transferencias de los fondos FODES han mostrado una tendencia sostenida y alcista, hasta el año 2016. Posteriormente, a lo largo de 2016, 2017, y la asignación anual para 2018, dichos montos se han mantenido estables (leve disminución anual del 0.6% al cierre de 2018).

Ley de Creación de FIDEMUNI

Con fecha 11 de noviembre de 2010, la Asamblea Legislativa 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 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 Gobierno de El Salvador por medio del Ministerio de Hacienda. Serán obligaciones del Fideicomitente, entre otras:

- Constituir el Fideicomiso de conformidad con 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 con 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 con 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, mientras que la dirección y supervisión del fideicomiso estará confiada a un Consejo de Vigilancia, que tiene 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.

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

Banco de Desarrollo de El Salvador (BANDESAL) es una institución financiera estatal de segundo piso cuyo enfoque se centra en la colocación de capital en los sectores productivos del país que generen desarrollo económico. 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 contará 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 (Ver gráficos: Diagrama de la emisión y Diagrama de Flujo de Pagos).

Diagrama de la Emisión

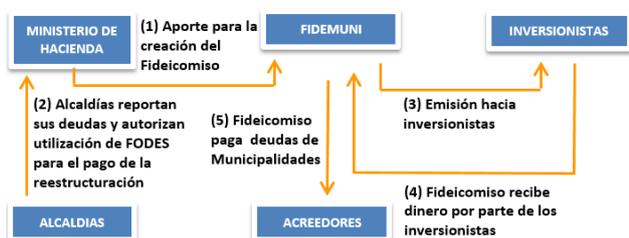
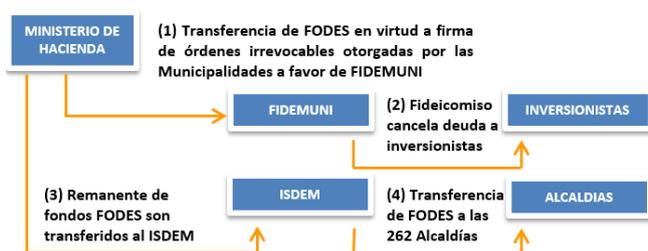


Diagrama de Flujo de Pagos



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.

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 situación financiera 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, tanto en la venta de los títulos en los que ha invertido, como en la accesibilidad en cuanto a mecanismos del mercado de capitales para volver líquida su inversión.

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, al 30 de junio de 2018, han sido preparados con base en las 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.

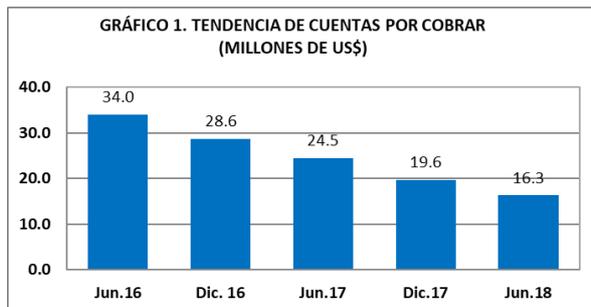
La evolución de la estructura financiera ha estado determinada por: la disminución del activo circulante, principalmente las cuentas por cobrar y las disponibilidades, la tendencia decreciente de las inversiones, el menor saldo en los títulos de emisión propia por amortizaciones y redención anticipada a inversionistas; así como por los resultados positivos en términos de utilidades, de comparar con junio 2017.

Préstamos por Cobrar

En virtud de su naturaleza y objetivo de constitución, la estructura financiera de FIDEMUNI refleja una alta parti-

cipación de los saldos por cobrar a las Municipalidades integrantes, representando el 78% de los activos al cierre del segundo semestre de 2018 (70% en junio de 2017). Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones; al 30 de junio de 2018, 44 alcaldías tienen un saldo por pagar al FIDEMUNI de US\$16.3 millones (incluyendo intereses). 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 en el lapso de 12 meses de US\$8.2 millones (Ver Gráfico 1), como resultado de la amortización de saldos y el volumen de pagos anticipados recibidos de las municipalidades de Santa Elena, Ahuachapán, y San Antonio del Monte. 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. En ese contexto, debe valorarse el efecto que tendría el posible 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 con 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\$4.1 millones en fondos FODES y la cuota global mensual por las deudas con FIDEMUNI es aproximadamente US\$576 mil, representando así el 14% de los ingresos totales.

Efectivo e Inversiones

Al 30 de junio de 2018, el Fideicomiso registra un saldo consolidado de efectivo e inversiones de US\$4.5 millones, recursos que en el lapso de un año reflejan una importante disminución conjunta del 58%, en razón a una menor emisión de títulos propios, propiciado por la tendencia natural del fideicomiso. Las cuentas descritas participan en la estructura de balance con un 21% del activo total a junio de 2018 (30.4% en junio de 2017), en razón a una menor acumulación de fondos que provienen, principalmente, de prepagos recibidos de algunas Municipalidades participantes.

El portafolio de inversiones está integrado en un 55% por instrumentos emitidos por entidades estatales, incluyendo Municipalidades (una de las cuales participa en FIDEMUNI). Por tipo de título, el 100% corresponde a

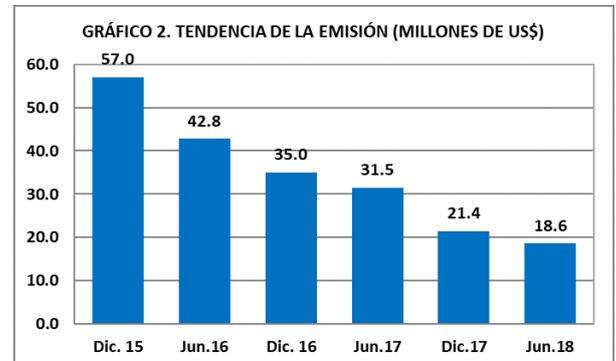
valores de titularización. La exposición de FIDEMUNI en inversiones se señala en el análisis, destacando su mayor perfil de riesgo como fuente de pago de la emisión de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI).

Es relevante mencionar que en el 18 de diciembre de 2017 se materializó la opción de redención anticipada de un tramo de la emisión CEMUNI por un monto de US\$6.5 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.

Por otra parte, es de señalar 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\$18.6 millones al 30 de junio de 2018 (Ver Gráfico 2); integrándose por dos 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\$3.5 millones de enero a junio de 2018. Es importante señalar que la redención anticipada realizada en 2016 ha mitigado la distorsión que han ocasionado los prepagos en la estructura financiera de la emisión.

Análisis de Resultados

El Fideicomiso cierra con una utilidad neta de US\$53 mil, cifra que representa un incremento del 72% con respecto a junio 2017 (utilidad neta de US\$31 mil). El resultado antes de gastos mejora en US\$17 mil a la luz de la mayor proporción en que decrecen los costos en relación a los ingresos de operación; influenciados ambos componentes por la tendencia de los activos y pasivos vinculados.

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

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
ACTIVO										
Circulante										
Disponibilidad	12,239	20.5%	2,930	7.9%	6,277	17.8%	1,110	4.7%	2,130	10.2%
Inversiones	8,057	13.5%	5,730	15.4%	4,431	12.6%	2,915	12.3%	2,339	11.2%
Cuentas por Cobrar	39,334	66.0%	28,629	76.8%	24,502	69.6%	19,624	82.9%	16,311	78.2%
Total Activo Circulante	59,631	100%	37,289	100%	35,210	100%	23,649	100%	20,780	100%
Otros Activos										
Diversos	9	0.0%	13	0.0%	16	0.0%	15	0.1%	78	0.4%
TOTAL ACTIVO	59,641	100%	37,302	100%	35,226	100%	23,665	100%	20,858	100%
PASIVO Y PATRIMONIO										
Circulante										
Cuentas por pagar	192	0.3%	127	0.3%	1,500	4.3%	79	0.3%	64	0.3%
Total Pasivo Circulante	192	0.3%	127	0.3%	1,500	4.3%	79	0.3%	64	0.3%
Pasivo a Largo Plazo										
Emisión de Títulos Valores	57,049	95.7%	34,971	93.8%	31,493	89.4%	21,414	90.5%	18,569	89.0%
TOTAL DEL PASIVO	57,241	96.0%	35,099	94.1%	32,992	93.7%	21,493	90.8%	18,634	89.3%
PATRIMONIO										
Aporte al Fideicomiso	1,000	1.7%	1,000	2.7%	1,000	2.8%	1,000	4.2%	1,000	4.8%
Resultados Acumulados	1,399	2.3%	1,203	3.2%	1,234	3.5%	1,171	5.0%	1,224	5.9%
TOTAL DEL PATRIMONIO	2,399	4.0%	2,203	5.9%	2,234	6.3%	2,171	9.2%	2,224	10.7%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	59,641	100%	37,302	100%	35,226	100%	23,665	100%	20,858	100%

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

	Dic.15	%	Dic.16	%	Jun.17	%	Dic.17	%	Jun.18	%
Ingresos de Operación	3,360	100%	2,699	100%	1,034	100%	1,914	100%	661	100%
Intereses de créditos	2,699	80%	2,116	78%	828	80%	1,493	78%	559	85%
Intereses sobre Inversiones	560	17%	450	17%	177	17%	310	16%	82	12%
Intereses sobre Depósitos	81	2%	47	2%	9	1%	50	3%	13	2%
Otros Ingresos	21	1%	87	3%	21	2%	62	3%	7	1%
Costos de Operación	3,640	108%	2,849	106%	988	96%	1,944	102%	597	90%
Intereses	3,604	107%	2,779	103%	987	95%	1,869	98%	594	90%
Otros Gastos	36	1%	70	3%	1	0%	76	4%	3	1%
Utilidad antes de Gastos	-280	-8%	-150	-6%	46	4%	-30	-2%	63	10%
Gastos de Operación	63	2%	48	2%	17	2%	2	0%	10	2%
Comisión por Administración	61	2%	46	0%	16	0%	2	0%	10	0%
Otros Gastos Administrativos	2	0%	2	-7%	0	3%	-2	-2%	0	8%
Utilidad de Operación	-343	-10%	-198	-7%	30	3%	-32	-2%	53	8%
Otros Ingresos (Gastos)	0	0%	2	0%	1	0%	1	0%	0	0%
Utilidad del Ejercicio	-343	-10%	-196	-7%	31	3%	-31	-2%	53	8%

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

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.15	Dic.16	Jun.17	Dic.17	Jun.18
Capital					
Pasivo / Patrimonio	23.9	15.9	14.8	9.9	8.4
Pasivo / Activo	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Patrimonio / Préstamos	6.1%	7.7%	9.1%	11.1%	13.6%
Patrimonio / Activos	4.0%	5.9%	6.3%	9.2%	10.7%
Liquidez					
Efectivo / Activos	20.5%	7.9%	17.8%	4.7%	10.2%
Efectivo + Inversiones / Activos	34.0%	23.2%	30.4%	17.0%	21.4%
Cuentas por cobrar / Emisión titulada	68.9%	81.9%	77.8%	91.6%	87.8%
Rentabilidad					
ROAE	-13.3%	-8.5%	0.4%	-1.4%	0.9%
ROAA	-0.5%	-0.4%	0.02%	-0.1%	0.07%
Margen Financiero Neto	-8.3%	-5.6%	4.5%	-1.6%	9.5%
Utilidad neta / Ingresos Financiero	-10.2%	-7.3%	3.0%	-1.6%	8.0%
Gastos Operativos / Total activos	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
Componente Extraordinario en Utilidad	0.1%	-0.8%	2.8%	-2.8%	0.3%
Rentabilidad de inversiones	3.2%	5.7%	3.5%	8.9%	4.2%
Rendimiento de préstamos	6.9%	7.4%	6.8%	7.6%	6.9%
Costo de la Deuda	6.4%	8.1%	6.3%	9.1%	6.4%
Margen	0.5%	-0.8%	0.5%	-1.5%	0.4%
Gastos O.+Reservas / Utilidad antes de impuestos	-22.5%	-32.1%	35.8%	-7.0%	16.3%
Eficiencia operativa	-22.5%	-32.1%	35.8%	-7.0%	16.3%
Calidad de activos					
Préstamos / Activos	66.0%	76.8%	69.6%	82.9%	78.2%

MONTO Y SALDO DE LAS EMISIONES VIGENTES AL 30 DE JUNIO DE 2018

Emisión	Saldo	Año emisión	Año vencimiento	Tasa	Garantía
Serie 1	18,569	2011	2021	6%	FODES

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 públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias 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 Zumma Ratings 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 calificada 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 Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings 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 Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.