

FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES - FIDEMUNI

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 20 de octubre 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 30.06.17-----			
ROAA: 0.02%	ROAE: 0.4%	Activos: 35.2	
Ingresos: 1.0	Utilidad: 0.03	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 y 2016; estados financieros no auditados al 30 de junio de 2016 y 2017; 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 2017. 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 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 pre-

siones de liquidez por las que viene atravesando El Estado; y (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. 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 últimos 10 años; determinándose una transferencia para el año

2016 de US\$349 millones. Cabe precisar en el primer semestre de 2017, se han canalizado US\$3.9 millones hacia FIDEMUNI.

Con respecto a la estructura financiera de FIDEMUNI, el 69.6% 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.

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 2016, los préstamos registran una disminución del 28% equivalente en términos monetarios a US\$9.5 millones, variación explicada por la amortización de saldos y el volumen del pago anticipado recibido de cuatro 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. A la fecha del presente informe, FIDEMUNI ha recibido la transferencia de fondos FODES correspondiente al mes de junio de 2017.

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\$24.5 millones al cierre de junio de 2017 (incluyendo provisión de intereses por recibir). Es relevante mencionar que en los últimos doce meses se ha registrado prepago de 7 municipalidades (Estanzuelas, Apaneca, Chalatenango, Puerto El Triunfo, Meanguera del Golfo, Meanguera y Santiago Nonualco).

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\$654 mil, representando así el 6.6%.

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 2017 totalizan US\$10.7 millones, representando de manera conjunta el 30.4% de los activos de FIDEMUNI (24.6% en junio de 2016). La mayor posición en activos disponibles se fundamenta en la reducción del saldo de las cuentas por cobrar en virtud a los pagos recibidos, así como de los abonos anticipados por parte de las Municipalidades.

El portafolio de inversiones está integrado en un 70% por instrumentos emitidos por entidades estatales, incluyendo Municipalidades (una de las cuales participa en FIDEMUNI). Por tipo de título, el 81% 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). Al respecto, 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 2016 se materializó la opción de redención anticipada de algunos tramos de la emisión CEMUNI por un monto de US\$4.0 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 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\$31.5 millones al 30 de junio de 2017, 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 una utilidad neta de US\$31 mil (resultado adverso de US\$175 mil a junio de 2016).

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 para 2017 se mantendrá en el orden de 2.3%; por debajo de sus pares en la región. 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 y el deterioro en las finanzas públicas. La condicionante de un año preelectoral, podría asimismo limitar las expectativas de inversión de los agentes económicos.

El gasto de consumo de los hogares continúa perfilándose como el principal impulsor de la actividad económica en el país. Cabe precisar que los ingresos por remesas familiares totalizaron US\$2,873.1 millones entre enero y julio de 2017, registrando un incremento interanual del 10.7% equivalente en términos monetarios a US\$278.6 millones; reflejando un aporte significativo para la economía local. De ese total, la banca canalizó US\$1,390.1 millones (48.4%), siendo manejado el resto por las federaciones de cooperativas (48.3%), agentes y otros medios (3.3%).

Las exportaciones a julio de 2017 registraron un flujo acumulado de US\$3,381 millones (incremento interanual del 5.3%) proveniente de los sectores industria manufacturera y actividades agrícolas. Las ramas de industria manufacturera que han mostrado un mayor dinamismo en los últimos años doce meses son exportación de azúcar y prendas de vestir. Por otra parte, las importaciones en el mismo período totalizaron US\$5,968.1 millones.

La aprobación del Presupuesto General de la Nación de 2017 sin el financiamiento de algunas partidas ha generado el estancamiento en el diálogo entre los principales partidos políticos. En el tema de pensiones, diferentes iniciativas han sido analizadas en los últimos meses; habiéndose aprobado una reforma a inicios de octubre de los corrientes. Es de señalar que, a partir del año 2016, el Estado asumió los compromisos previsionales del Instituto de Previsión Social de la Fuerza Armada (IPSA), generándose una presión adicional sobre las finanzas públicas.

Los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador se ubican en niveles elevados 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. Por otra parte, en el abril del presente año las calificadoras internacionales degradaron la nota soberana, ubicándola en: Caa1 (Moody's), CC (S&P) y CCC (Fitch Ratings) por el no pago por parte del Gobierno del servicio a la deuda correspondiente a los Certificados de Inversión Previsional (CIP's) adquiridos por los Fondos de Pensiones del país. A la fecha del presente informe, Fitch y S&P han mejorado la nota a B- y CCC+ respectivamente.

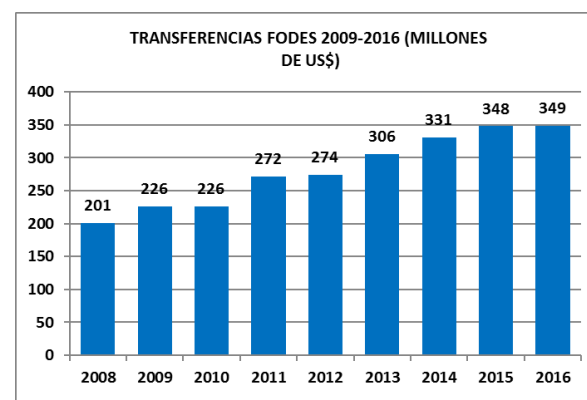
Al respecto, el alza en las tasas de interés como consecuencia del menor perfil soberano implicará un mayor pago de intereses para emisiones en los mercados interna-

cionales. Frente a la coyuntura económica actual, 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.

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.

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 ser-

vir 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, 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 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 30 de junio de 2017 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 contribúan 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

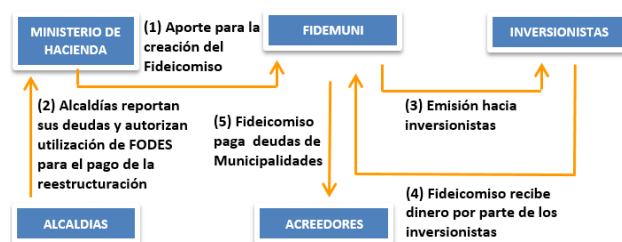
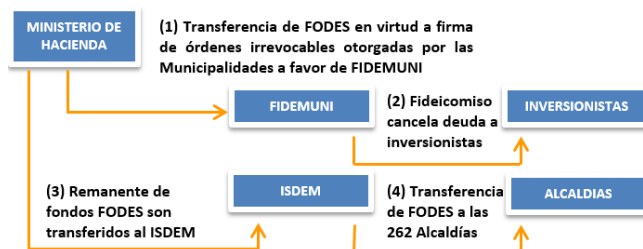


Diagrama de Flujo de Pagos



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.

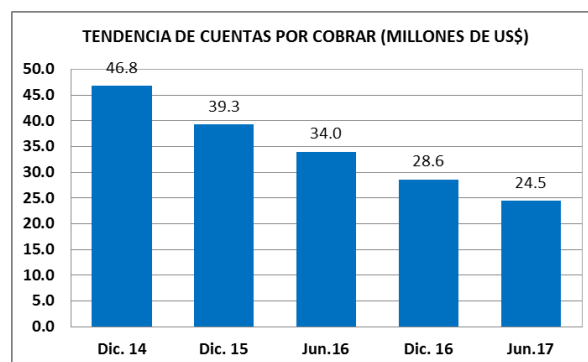
La evolución de la estructura financiera ha estado determinada por la tendencia decreciente de los préstamos por cobrar, el incremento en disponibilidades, la menor posición en inversiones, la disminución en los títulos de emisión propia por amortizaciones y redención anticipada a inversionistas; así como por el mejor 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 69.6% de los activos al cierre de junio de 2017 (75.4% en junio de 2016). 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\$24.5 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 interanual de US\$9.5 millones, reflejando el efecto de la amortización de saldos y el volumen de pagos anticipados recibidos de las municipalidades de Estanzuelas, Apaneca, Chalatenango, Puerto El triunfo, Meanguera del Golfo, Meanguera y Santiago Nonualco (US\$5.4 millones que incluyen capital, intereses, penalidad e impuestos). 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, Caa1 con perspectiva estable). 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\$654 mil, representando así el 6.6%.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

Efectivo e Inversiones

Al 30 de junio de 2017, el Fideicomiso registra un saldo consolidado de efectivo e inversiones de US\$10.7 millones; recursos que en el lapso de un año han reflejado una leve disminución conjunta de US\$394 mil. Su participación en la estructura de balance se ha incrementado a 30.4% 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 en un 70% por instrumentos emitidos por entidades estatales, incluyendo Municipalidades (una de las cuales participa en FIDEMUNI). Por tipo de título, el 81% 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).

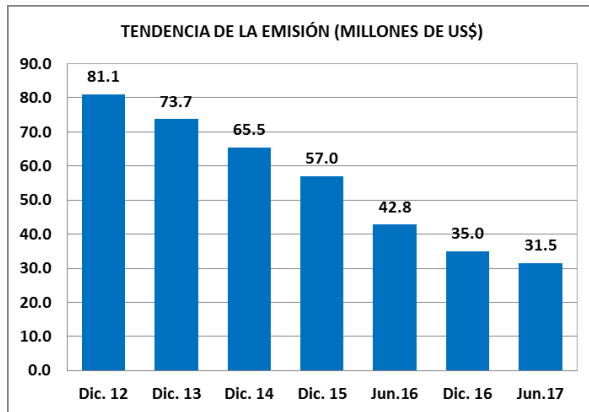
Es relevante mencionar que en el segundo semestre de 2016 se materializó la opción de redención anticipada de algunos tramos de la emisión CEMUNI por un monto de US\$4 millones, según lo establecido en la Ley de Creación del Fideicomiso, con lo cual se mitiga parcialmente el riesgo de crédito en inversiones, permitiendo asimismo reducir los descalses 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\$31.5 millones al 30 de junio de 2017; integrándose por una Serie y cuatro tramos vigentes. Los títu-

los 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\$3.9 millones de enero a junio de 2017 (US\$4.6 millones en el período enero – junio de 2016). Cabe precisar que 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 2016.

Análisis de Resultados

El Fideicomiso cierra con una utilidad neta de US\$31 mil, (resultado adverso de US\$175 mil a junio de 2016). La utilidad antes de gastos mejora en US\$196 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.14	%	Dic.15	%	Jun.16	%	Dic.16	%	Jun.17	%
ACTIVO										
Circulante										
Disponibilidad	11,028	16.1%	12,239	20.5%	4,274	9.5%	2,930	7.9%	6,277	17.8%
Inversiones	10,598	15.5%	8,057	13.5%	6,829	15.1%	5,730	15.4%	4,431	12.6%
Cuentas por Cobrar	46,842	68.4%	39,334	66.0%	34,035	75.4%	28,629	76.8%	24,502	69.6%
Total Activo Circulante	68,468	100%	59,631	100%	45,137	100%	37,289	100%	35,210	100%
Otros Activos										
Diversos	1	0.0%	9	0.0%	14	0.0%	13	0.0%	16	0.0%
TOTAL ACTIVO	68,469	100%	59,641	100%	45,152	100%	37,302	100%	35,226	100%
PASIVO Y PATRIMONIO										
Circulante										
Cuentas por pagar	211	0.3%	192	0.3%	167	0.4%	127	0.3%	1,500	4.3%
Total Pasivo Circulante	211	0.3%	192	0.3%	167	0.4%	127	0.3%	1,500	4.3%
Pasivo a Largo Plazo										
Emisión de Títulos Valores	65,515	95.7%	57,049	95.7%	42,760	94.7%	34,971	93.8%	31,493	89.4%
TOTAL DEL PASIVO	65,727	96.0%	57,241	96.0%	42,927	95.1%	35,099	94.1%	32,992	93.7%
PATRIMONIO										
Aporte al Fideicomiso	1,000	1.5%	1,000	1.7%	1,000	2.2%	1,000	2.7%	1,000	2.8%
Resultados Acumulados	1,742	2.5%	1,399	2.3%	1,224	2.7%	1,203	3.2%	1,234	3.5%
TOTAL DEL PATRIMONIO	2,742	4.0%	2,399	4.0%	2,224	4.9%	2,203	5.9%	2,234	6.3%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	68,469	100%	59,641	100%	45,152	100%	37,302	100%	35,226	100%

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

	Dic.14	%	Dic.15	%	Jun.16	%	Dic.16	%	Jun.17	%
Ingresos de Operación	4,260	100%	3,360	100%	1,438	100%	2,699	100%	1,034	100%
Intereses de créditos	3,374	79%	2,699	80%	1,141	79%	2,116	78%	828	80%
Intereses sobre Inversiones	661	16%	560	17%	222	15%	450	17%	177	17%
Intereses sobre Depósitos	91	2%	81	2%	34	2%	47	2%	9	1%
Otros Ingresos	134	3%	21	1%	41	3%	87	3%	21	2%
Costos de Operación	4,050	95%	3,640	108%	1,588	110%	2,849	106%	988	96%
Intereses	4,031	95%	3,604	107%	1,556	108%	2,779	103%	987	95%
Otros Gastos	19	0%	36	1%	32	2%	70	3%	1	0%
Utilidad antes de Gastos	210	5%	-280	-8%	-150	-10%	-150	-6%	46	4%
Gastos de Operación	73	2%	63	2%	27	2%	48	2%	17	2%
Comisión por Administración	70	2%	61	2%	26	0%	46	0%	16	0%
Otros Gastos Administrativos	4	0%	2	0%	0	-12%	2	-7%	0	3%
Utilidad de Operación	137	3%	-343	-10%	-176	-12%	-198	-7%	30	3%
Otros Ingresos (Gastos)	-2	0%	0	0%	2	0%	2	0%	1	0%
Utilidad del Ejercicio	134	3%	-343	-10%	-175	-12%	-196	-7%	31	3%

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

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.14	Dic.15	Jun.16	Dic.16	Jun.17
Capital					
Pasivo / Patrimonio	24.0	23.9	19.3	15.9	14.8
Pasivo / Activo	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
Patrimonio / Préstamos	5.9%	6.1%	6.5%	7.7%	9.1%
Patrimonio / Activos	4.0%	4.0%	4.9%	5.9%	6.3%
Liquidez					
Efectivo / Activos	16.1%	20.5%	9.5%	7.9%	17.8%
Efectivo + Inversiones / Activos	31.6%	34.0%	24.6%	23.2%	30.4%
Cuentas por cobrar / Emisión titulada	71.5%	68.9%	79.6%	81.9%	77.8%
Rentabilidad					
ROAE	5.0%	-13.3%	-15.3%	-8.5%	0.4%
ROAA	0.2%	-0.5%	-0.7%	-0.4%	0.02%
Margen Financiero Neto	4.9%	-8.3%	-10.4%	-5.6%	4.5%
Utilidad neta / Ingresos Financiero	3.2%	-10.2%	-12.2%	-7.3%	3.0%
Gastos Operativos / Total activos	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Componente Extraordinario en Utilidad	-1.8%	0.1%	-1.0%	-0.8%	2.8%
Rentabilidad de inversiones	3.5%	3.2%	4.6%	5.7%	3.5%
Rendimiento de préstamos	7.2%	6.9%	6.7%	7.4%	6.8%
Costo de la Deuda	6.2%	6.4%	7.4%	8.1%	6.3%
Margen	1.0%	0.5%	-0.7%	-0.8%	0.5%
Gastos O.+Reservas / Utilidad antes de impuestos	34.9%	-22.5%	-17.8%	-32.1%	35.8%
Eficiencia operativa	34.9%	-22.5%	-17.8%	-32.1%	35.8%
Calidad de activos					
Préstamos / Activos	68.4%	66.0%	75.4%	76.8%	69.6%

MONTO Y SALDO DE LAS EMISIONES VIGENTES AL 30 DE JUNIO DE 2017

	Monto	Tasa	Plazo	Saldo	Garantía
Tramo 1	30,776	6.00%	10	12,646	FODES
Tramo 3	25,513	6.00%	10	14,468	FODES
Tramo 5	4,200	6.00%	10	2,422	FODES
Tramo 7	3,220	6.00%	10	1,957	FODES
	63,709			31,493	