

# FIDEICOMISO DE REESTRUCTURACIÓN DE DEUDAS DE LAS MUNICIPALIDADES FIDEMUNI

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 27 de octubre de 2021

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 30.06.21-----			
ROAA: 0.4%	ROAE: 1.5%	Activos: 6.0	
Ingresos: 0.1	Utilidad: 0.02	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 2018, 2019 y 2020; estados financieros no auditados al 30 de junio de 2020 y 2021; así como información adicional proporcionada por el Fiduciario (Banco de Desarrollo de la República de El Salvador).

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo, dictaminó mantener la calificación AA-.sv a la emisión de Certificados de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (CEMUNI) con base en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2021.

En la calificación otorgada se ha valorado: i) la fortaleza del marco legal del fideicomiso por la facultad del Ministerio de hacienda para retener y transferir los fondos al Fideicomiso de Reestructuración de Deudas de las Municipalidades (en adelante FIDEMUNI) con prelación de pago con las demás obligaciones de las alcaldías; ii) la amortización total de las cuentas por cobrar a municipalidades en 2021; y iii) los niveles de liquidez del fideicomiso, que cubren totalmente sus obligaciones.

La calificación de los instrumentos financieros CEMUNI se ve limitada por el siguiente factor de riesgo: (i) riesgo operativo debido que el Consejo de Vigilancia está incompleto por falta de algunos miembros.

El entorno de recuperación económica y los efectos de la pandemia del COVID-19, han sido considerados de igual manera por el Comité de Clasificación. La perspectiva de la calificación es Estable.

**Perfil del Fideicomiso:** Conforme se estableció en la escritura de constitución de FIDEMUNI, el principal objetivo del fideicomiso fue 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 conforman todos los bienes o derechos adquiridos durante la operación del Fidei-

comiso. El Fideicomitente es el Gobierno de El Salvador por medio del Ministerio de Hacienda y los Fideicomisarios son las Municipalidades que voluntariamente participaron en el Fideicomiso.

**Hecho relevante:** Recientemente, el 18 de octubre de 2021, FIDEMUNI realizó el último pago de la emisión CEMUNI. Por tanto, la emisión deja de estar en circulación en el mercado de capital salvadoreño, a partir de la fecha en mención.

**Administración del Fideicomiso:** La Administración del FIDEMUNI le corresponde al Fiduciario (Banco de Desarrollo de la República de El Salvador - BANDESAL), mientras que la dirección y supervisión del fideicomiso está 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 de Vigilancia debe de estar conformado por: El Ministro de Hacienda, El Secretario Técnico y de Planificación de la Presidencia, el Presidente del Fondo de Inversión Social para el Desarrollo Local de El Salvador, el Presidente del BANDESAL y dos representantes de la Corporación de Municipalidades de la República de El Salvador.

**Antecedentes y actualidad 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 (FODES). En marzo de 2019, la Asamblea Legislativa aprobó reformas a los artículos 1 y 8 de la Ley de Creación del Fondo para El Desarrollo Económico y Social de los Municipios, incrementando en 2% la asignación anual del Presupuesto General de la Nación destinado

al FODES, pasando del 8% al 10%. Dicho aumento entró en vigencia en el ejercicio fiscal del año 2020, motivo principal por el cual la distribución de 2020 presentaba un incremento sustancial respecto de 2019.

Durante 2020, se dejaron de trasladar los fondos FODES a las 262 alcaldías; haciendo notar el monto pendiente ascendía a US\$396 millones a junio de 2021, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda. El retraso en las transferencias por parte del Gobierno Central se debió al traslado de recursos a otras partidas presupuestarias, en un contexto de expansión acelerada en el gasto.

El 4 octubre de 2021, el Presidente de la República envió su propuesta a la Asamblea Legislativa para modificar el monto de transferencias FODES (de un 10% a un 1.5%). Adicionalmente, la propuesta incorpora la Ley de creación de la Dirección Nacional de Obras Municipales, quién sería la encargada de realizar las obras para todos los municipios, labor que antes estaba a cargo de las alcaldías. Dicha propuesta está en estudio en la Asamblea Legislativa, quedando pendiente su aprobación como Ley.

**Cancelación total de cuentas pendientes de cobro con alcaldías:** El fideicomitente tiene la obligación de retener a las Municipalidades, de conformidad con las Ordenes Irrevocables de Retención y Transferencias de Fondos proporcionadas por los Municipios participantes en el fideicomiso, las cantidades acordadas para amortizar el pago de las deudas reestructuradas. Esta responsabilidad se realiza de manera prioritaria y de forma mensual de los fondos que son asignados a las Municipalidades, en virtud de la Ley de Creación del Fondo Para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios. Asimismo, debe proporcionar prioritariamente y de manera mensual al Fiduciario, los fondos retenidos para que tenga prelación el pago de las cuotas derivadas de las deudas reestructuradas.

En virtud de la orden irrevocable de retención que incorpora el marco legal del fideicomiso, la transferencia de fondos FODES hacia FIDEMUNI provenientes del Ministerio de Hacienda, se mantuvo al día, y honró los compromisos municipales con el fideicomiso hasta mayo de 2021; mes en que se recibieron los pagos de las últimas 4 alcaldías municipales pendientes.

**Análisis del Fideicomiso:** Al primer semestre de 2021, la evolución de la estructura financiera de FIDEMUNI estuvo determinada por la adquisición de préstamos por pagar (de corto plazo), la disminución en cuentas por cobrar a municipalidades, la amortización de los títulos de emisión CEMUNI y el incremento en disponibilidades. A junio 2021, el fideicomiso generó menores ingresos por intereses

de créditos, como resultado de los prepagos de capital recibidos de diversas alcaldías. Adicionalmente, FIDEMUNI registró una utilidad, debido a la disminución en mayor proporción de los costos financieros que de los ingresos.

Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones. Los préstamos por cobrar fueron pactados a un plazo de 120 meses y una tasa de interés del 6.25% anual garantizados con recursos FODES. Desde su constitución, las cuentas por cobrar a municipalidades fueron el activo más productivo en el balance total de FIDEMUNI. Debido a las cancelaciones anticipadas de las municipalidades, esta cuenta disminuyó de manera acelerada su participación sobre el total de activos. En 2021, la dinámica de prepagos se mantuvo; haciendo notar que 20 alcaldías terminaron de cancelar su capital con el fideicomiso. En virtud al mecanismo de pago establecido, el riesgo de incobrabilidad siempre fue relativamente bajo, dada la prelación que tenía la cuenta por cobrar a favor del Fideicomiso.

FIDEMUNI registraba un saldo en disponibilidades de US\$6.0 millones al primer semestre de 2021; exhibiendo un importe mayor que en junio de 2020 (US\$4.9 millones). Parte de los recursos por los préstamos por pagar adquiridos y la amortización en cuentas por cobrar, sirvió para pagar el servicio de la deuda de los títulos de emisión propia. En ese contexto, los activos líquidos del Fideicomiso participaban con un 99.7% en la estructura del balance (85% en diciembre 2020). Un aspecto a señalar es que el volumen de efectivo era superior al saldo de obligaciones por pagar (US\$3.8 millones), reflejando niveles de liquidez favorables.

Al 30 de junio de 2021, el principal pasivo de FIDEMUNI eran los préstamos por pagar de corto plazo (saldo de US\$3.6 millones), seguido por la emisión de títulos CEMUNI (US\$225 mil). Los títulos de emisión 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 registró una utilidad neta de US\$24 mil a junio de 2021 (pérdida de \$37 mil en junio 2020). A pesar de la contracción en los ingresos de operación, debido a la amortización de los créditos de las municipalidades; la disminución en mayor proporción de los costos, principalmente intereses por la emisión, determinó el resultado favorable. Adicionalmente, el mayor rendimiento de cuentas remuneradas y depósitos compensó parcialmente la caída en intereses de préstamos.

#### **Fortalezas**

1. Facultad del Ministerio de Hacienda de retener los fondos FODES.
2. Inexistencia de cuentas pendientes de cobro.
3. Liquidez adecuada

#### **Debilidades**

1. Consejo de Vigilancia incompleto por falta de algunos miembros.

#### **Amenazas**

1. Riesgos operativos inherentes a la administración de fideicomisos.

#### **Oportunidades**

1. Aumento en las tasas de interés para rentabilizar la liquidez.

## ENTORNO ECONÓMICO

La economía salvadoreña registró una importante contracción anual del 7.9% en 2020, vinculada con el brote del COVID-19 y el largo período de confinamiento para prevenir contagios. Para 2021, el FMI proyecta que la actividad económica crecerá en 9.0%, similar al dato reportado por el BCR, en sintonía con la recuperación de los sectores productivos y la dinámica en el comercio global; asimismo, el volumen del PIB sería similar al obtenido en 2019 (previo a la pandemia). Se estima que El Salvador moderaría su ritmo de expansión para 2022 en torno al 3.5%.

Algunas variables que impulsarán la expansión económica en 2021 son: la reapertura de todos los sectores productivos, el flujo acelerado de las remesas familiares, el favorable ritmo de vacunación para alcanzar la inmunidad de grupo y los bajos niveles de inflación en comparación con otros países de la región (por dolarización). No obstante, existen factores que generan incertidumbre en el entorno: las nuevas variantes del coronavirus, la expansión en el nivel de endeudamiento público, el aumento en los precios globales de las materias primas (petróleo, entre otros) y en los fletes de transporte; así como la situación de liquidez en las finanzas públicas.

Entre enero y julio de 2021, el volumen de exportaciones exhibe un crecimiento interanual del 44.5%, explicado principalmente por la mayor producción en los sectores de maquilas e industria manufacturera; valorando el contexto de recuperación económica mundial. Por otra parte, la factura petrolera de El Salvador refleja un aumento de 73.9% en los primeros seis meses de 2021; haciendo notar el alza relevante en el nivel de inflación (4.3% a agosto de 2021).

Las remesas familiares acumuladas totalizaron US\$4,284 millones a julio de 2021; reflejando una expansión interanual del 39.5% como soporte clave en la economía salvadoreña. En el corto plazo, se estima que el ritmo de las remesas se desacelerará, debido a que este flujo extraordinario se ha dado como apoyo ante la crisis sanitaria.

Los niveles de endeudamiento de El Salvador siguen siendo muy elevados y reflejan una tendencia creciente en los últimos 18 años. El ratio deuda/PIB se ubicó en 88.0% al cierre de 2020; pudiendo superar el 100% para 2021. Zuma Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante en el presente año y en 2022, principalmente por el vencimiento de LETES, CETES y Eurobonos; valorando el nivel de acceso a financiamiento externo e interno. En ese contexto, la agencia clasificadora de riesgo internacional Moody's disminuyó recientemente el rating del soberano a Caa1 desde B3; manteniendo la perspectiva en Negativa. Sin un acuerdo con el FMI para cubrir las necesidades de financiamiento, el panorama para colocar nueva deuda de corto y largo plazo se vuelve desafiante para El Salvador.

Como hecho relevante, se destaca la aprobación de la Ley Bitcoin en junio de 2021, misma que entró en vigencia el 7 de septiembre del presente año.

## 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. En marzo de 2019, la Asamblea Legislativa aprobó reformas a los artículos 1 y 8 de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios, incrementando en 2% la asignación anual del Presupuesto General de la Nación destinado al FODES, pasando del 8% al 10%. Dicho aumento entró en vigencia en el ejercicio fiscal del año 2020, motivo principal por el cual la distribución de 2020 presentaba un incremento sustancial respecto de 2019.

Durante 2020, se dejaron de trasladar los fondos FODES a las 262 alcaldías; haciendo notar el monto pendiente ascendía a US\$396 millones a junio de 2021, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda. El retraso en las transferencias por parte del Gobierno Central se debió al traslado de recursos a otras partidas presupuestarias, en un contexto de expansión acelerada en el gasto.

El 4 octubre de 2021, el Presidente de la República envió su propuesta a la Asamblea Legislativa para modificar el monto de transferencias FODES (de un 10% a un 1.5%). Adicionalmente, la propuesta incorpora la Ley de creación de la Dirección Nacional de Obras Municipales, quién sería la encargada de realizar las obras para todos los municipios, labor que antes estaba a cargo de las alcaldías. Dicha propuesta está en estudio en la Asamblea Legislativa, quedando pendiente su aprobación como Ley.

En virtud de la orden irrevocable de retención que incorpora el marco legal del fideicomiso, la transferencia de fondos FODES hacia FIDEMUNI provenientes del Ministerio de Hacienda, se mantuvo al día, y honró los compromisos municipales con el fideicomiso hasta mayo de 2021; mes en que se recibieron los pagos de las últimas 4 alcaldías municipales pendientes.

### 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 sirvió de base para la constitución del Fideicomiso: 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 la República de El Salvador – como fiduciario de FIDEMUNI, otorgándole 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 era 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.

La creación de FIDEMUNI formó parte de la estrategia de fortalecer y garantizar la autonomía municipal reconocida en la Constitución, objetivo para el cual se volvió 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. Son 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.
- 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 son las Municipalidades que voluntariamente participaron en el Fideicomiso. Son 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 está 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 debe de estar 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 deben ser 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.

Al 30 de junio de 2021, el Consejo de Vigilancia del Fideicomiso no estaba completo, la plaza de Secretario Técnico y de Planificación de la Presidencia fue suprimida con la actual administración. Además, los dos miembros designados por COMURES no habían sido electos. En ese contexto, las funciones de dirección y supervisión de este órgano no se estaban realizando, exponiendo al fideicomiso a un riesgo operativo. Vale decir que la entidad cuenta con otras medidas de control y supervisión. Al respecto, la administración del fideicomiso considera que

esta situación no afectará la operación de FIDEMUNI y cumplirá con su objetivo de constitución.

### Deuda de las Municipalidades

En octubre de 2010, el total adeudado por las Alcaldías era de US\$229.7 millones. Dicho monto estaba integrado 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 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 ese contexto, la cuota mensual que debieron desembolsar las Municipalidades para el pago de sus pasivos de largo plazo era de US\$3.6 millones (capital e intereses), representando el 29.5% de los fondos FODES en 2010.

El Banco de Desarrollo de la República de El Salvador (BANDESAL) es una institución financiera estatal cuyo enfoque se centra en la colocación de capital en los sectores productivos del país que generen desarrollo económico, a través de intermediarios o de manera directa. 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 de BANDESAL que sucede por decreto de Ley al Banco Multisectorial de Inversiones, cuenta con facultades y competencias más amplias en cuanto a facilitar el acceso al financiamiento a los sectores productivos del país. (Ver gráficos: *Diagrama de la emisión* y *Diagrama de Flujo de Pagos*).

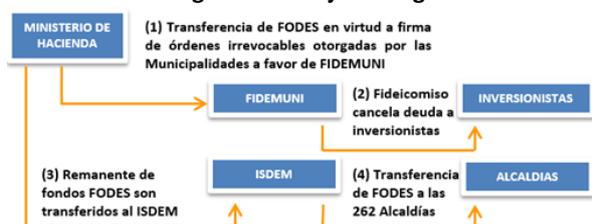
BANDESAL tiene como objetivo promover, con apoyo financiero y técnico, el desarrollo de proyectos de inversión viables y rentables de los sectores productivos del país, con la finalidad de contribuir al crecimiento y desarrollo de todos los sectores productivos, a la competitividad de las empresas, propiciar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

## PERFIL DEL FIDUCIARIO

### 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 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 mantuvo como sana práctica administrativa un excedente de liquidez promedio de por lo menos el equivalente a 2 cuotas de transferencia mensual de fondos FODES.

A la fecha, el riesgo regulatorio y de mora descritos son inexistentes, debido que el fideicomiso ya no tiene cuentas por cobrar con las Municipalidades.

### 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

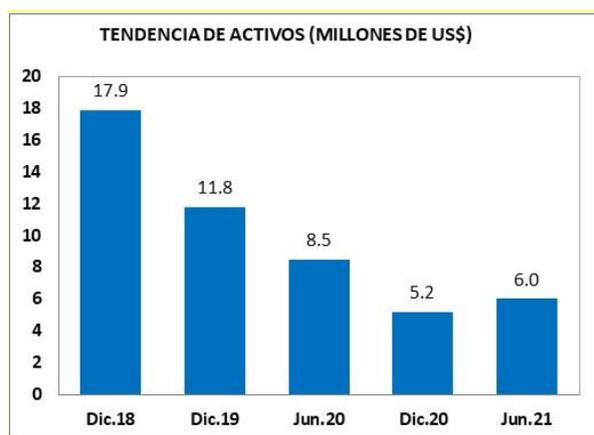
El riesgo de mercado se refiere a las posibles pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado.

## ANÁLISIS DE RIESGO

Al primer semestre de 2021, la evolución de la estructura financiera de FIDEMUNI estuvo determinada por la adquisición de préstamos por pagar (de corto plazo), la disminución en cuentas por cobrar a municipalidades, la amortización de los títulos de emisión CEMUNI y el incremento en disponibilidades. A junio 2021, el fideicomiso generó menores ingresos por intereses de créditos, como resultado de los prepagos de capital recibidos de diversas alcaldías. Adicionalmente, FIDEMUNI registró una utilidad, debido a la disminución en mayor proporción de los costos financieros que de los ingresos.

Los estados financieros del Fideicomiso 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. Al 31 de diciembre de 2020, se emitió una opinión sin salvedad so-

bre los estados financieros auditados del Fideicomiso.



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

### Préstamos por Cobrar

Desde su constitución, las cuentas por cobrar a municipalidades fueron el activo más productivo en el balance total de FIDEMUNI. Debido a las cancelaciones anticipadas de las municipalidades, esta cuenta disminuyó de manera acelerada su participación sobre el total de activos. A junio de 2021, el fideicomiso no posee saldo en cuentas por cobrar, debido que las alcaldías terminaron de pagar sus compromisos con el fideicomiso en mayo de 2021.

Al inicio del Fideicomiso, 81 Alcaldías incorporaron deudas por un valor de US\$92.9 millones. Los préstamos por cobrar fueron pactados a un plazo de 120 meses y una tasa de interés del 6.25% anual garantizados con recursos FODES.

Durante el primer semestre de 2021, la dinámica de prepagos se mantuvo; haciendo notar que 20 alcaldías terminaron de cancelar su capital con el fideicomiso. En virtud al mecanismo de pago establecido, el riesgo de incobrabilidad siempre fue relativamente bajo, dada la prelación que tenía la cuenta por cobrar a favor del Fideicomiso.

Es importante 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 recibían un monto promedio mensual de US\$4.1 millones en fondos FODES y la cuota por las deudas con FIDEMUNI representaba en promedio 10% de sus ingresos totales.

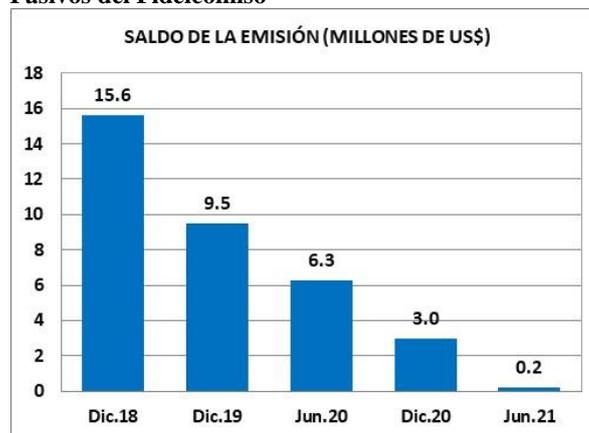
### Efectivo

FIDEMUNI registraba un saldo en disponibilidades de US\$6.0 millones al primer semestre de 2021; exhibiendo un importe mayor que en junio de 2020 (US\$4.9 millones). Parte de los recursos por los préstamos por pagar adquiridos y la amortización en cuentas por cobrar, sirvió

para pagar el servicio de la deuda de los títulos de emisión propia. En ese contexto, los activos líquidos del Fideicomiso participaban con un 99.7% en la estructura del balance (85% en diciembre 2020). Un aspecto a señalar es que el volumen de efectivo era superior al saldo de obligaciones por pagar (US\$3.8 millones), reflejando niveles de liquidez favorables.

Por su parte, el fideicomiso no reflejó redenciones anticipadas de deuda al 30 de junio de 2021. Los volúmenes de prepagos recibidos por parte de las municipalidades fueron canalizados hacia cuentas remuneradas y depósitos a plazo que rindan una tasa favorable para los resultados de FIDEMUNI.

### Pasivos del Fideicomiso



Fuente: Elaboración propia con datos proporcionados por el Fideicomiso.

Al 30 de junio de 2021, el principal pasivo de FIDEMUNI eran los préstamos por pagar de corto plazo (saldo de US\$3.6 millones), seguido por la emisión de títulos CEMUNI (US\$225 mil). Los títulos de emisión 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 último tramo de la Serie vigente venció el 18 de octubre de 2021.

El 18 de octubre de 2021, FIDEMUNI pagó el último tramo de su emisión, en sintonía con su plazo de vencimiento. En ese sentido, FIDEMUNI iniciará su proceso de liquidación, habiendo cumplido con su objeto de creación.

### Análisis de Resultados

El fideicomiso registró una utilidad neta de US\$24 mil a junio de 2021 (pérdida de \$37 mil en junio 2020). A pesar de la contracción en los ingresos de operación, debido a la amortización de los créditos de las municipalidades; la disminución en mayor proporción de los costos, principalmente intereses por la emisión, determinó el resultado favorable. Adicionalmente, el mayor rendimiento de cuentas remuneradas y depósitos compensó parcialmente la caída en intereses de préstamos.

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

	Dic.18	%	Dic.19	%	Jun.20	%	Dic.20	%	Jun.21	%
<b>ACTIVO</b>										
<b>Circulante</b>										
Disponibilidad	2,829	16%	5,287	45%	4,908	58%	4,428	85%	5,986	100%
Inversiones	1,629	9%	773	7%	634	7%	67	1%	0	0%
Cuentas por Cobrar	13,450	75%	5,687	48%	2,931	35%	729	14%	0	0%
<b>Total Activo Circulante</b>	<b>17,908</b>	<b>100%</b>	<b>11,747</b>	<b>100%</b>	<b>8,474</b>	<b>100%</b>	<b>5,223</b>	<b>100%</b>	<b>5,986</b>	<b>100%</b>
<b>Otros Activos</b>										
Diversos	17	0%	8	0%	8	0%	8	0%	18	0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>17,925</b>	<b>100%</b>	<b>11,755</b>	<b>100%</b>	<b>8,482</b>	<b>100%</b>	<b>5,232</b>	<b>100%</b>	<b>6,005</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>										
<b>Circulante</b>										
Cuentas por pagar	62	0%	53	0%	20	0%	62	1%	0	0%
Préstamos por pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	3,594	60%
<b>Total Pasivo Circulante</b>	<b>62</b>	<b>0%</b>	<b>53</b>	<b>0%</b>	<b>20</b>	<b>0%</b>	<b>62</b>	<b>1%</b>	<b>3,594</b>	<b>60%</b>
<b>Pasivo a Largo Plazo</b>										
Emisión de Títulos Valores	15,642	87%	9,514	81%	6,309	74%	3,008	57%	225	4%
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>15,703</b>	<b>88%</b>	<b>9,566</b>	<b>81%</b>	<b>6,330</b>	<b>75%</b>	<b>3,070</b>	<b>59%</b>	<b>3,819</b>	<b>64%</b>
<b>PATRIMONIO</b>										
Aporte al Fideicomiso	1,000	6%	1,000	9%	1,000	12%	1,000	19%	1,000	17%
Resultados Acumulados	1,222	7%	1,189	10%	1,152	14%	1,161	22%	1,185	20%
<b>TOTAL DEL PATRIMONIO</b>	<b>2,222</b>	<b>12%</b>	<b>2,189</b>	<b>19%</b>	<b>2,152</b>	<b>25%</b>	<b>2,161</b>	<b>41%</b>	<b>2,185</b>	<b>36%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>17,925</b>	<b>100%</b>	<b>11,755</b>	<b>100%</b>	<b>8,482</b>	<b>100%</b>	<b>5,232</b>	<b>100%</b>	<b>6,005</b>	<b>100%</b>

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

	Dic.18	%	Dic.19	%	Jun.20	%	Dic.20	%	Jun.21	%
<b>Ingresos de Operación</b>	<b>1,211</b>	<b>100%</b>	<b>761</b>	<b>100%</b>	<b>204</b>	<b>100%</b>	<b>381</b>	<b>100%</b>	<b>110</b>	<b>100%</b>
Intereses de créditos	1,026	85%	548	72%	127	62%	182	48%	6	5%
Intereses sobre Inversiones	145	12%	74	10%	22	11%	135	36%	96	87%
Intereses sobre Depósitos	33	3%	89	12%	46	22%	53	14%	9	8%
Otros Ingresos	7	1%	50	7%	9	4%	11	3%	-	0%
<b>Costos de Operación</b>	<b>1,136</b>	<b>94%</b>	<b>776</b>	<b>102%</b>	<b>237</b>	<b>116%</b>	<b>397</b>	<b>104%</b>	<b>84</b>	<b>76%</b>
Intereses	1,111	92%	754	99%	235	115%	375	98%	84	76%
Otros Gastos	25	2%	22	3%	2	1%	22	6%	0	0%
<b>Utilidad antes de Gastos</b>	<b>75</b>	<b>6%</b>	<b>-15</b>	<b>-2%</b>	<b>-33</b>	<b>-16%</b>	<b>-16</b>	<b>-4%</b>	<b>26</b>	<b>24%</b>
<b>Gastos de Operación</b>	<b>24</b>	<b>2%</b>	<b>19</b>	<b>3%</b>	<b>4</b>	<b>2%</b>	<b>9</b>	<b>2%</b>	<b>3</b>	<b>3%</b>
Comisión por Administración	19	0%	13	1%	4	0%	6	1%	1	2%
Otros Gastos Administrativos	6	4%	7	-4%	-	-18%	2	-6%	2	21%
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>51</b>	<b>4%</b>	<b>-34</b>	<b>-4%</b>	<b>-37</b>	<b>-18%</b>	<b>-25</b>	<b>-6%</b>	<b>23</b>	<b>21%</b>
Otros Ingresos (Gastos)	0	0%	1	0%	0	0%	-4	-1%	1	1%
<b>Utilidad del Ejercicio</b>	<b>51</b>	<b>4%</b>	<b>-33</b>	<b>-4%</b>	<b>-37</b>	<b>-18%</b>	<b>-28</b>	<b>-7%</b>	<b>24</b>	<b>22%</b>

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

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>	<b>Dic.18</b>	<b>Dic.19</b>	<b>Jun.20</b>	<b>Dic.20</b>	<b>Jun.21</b>
<b>Capital</b>					
Pasivo / Patrimonio	7.1	4.4	2.9	1.4	1.7
Pasivo / Activo	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
Patrimonio / Préstamos	16.5%	38.5%	73.4%	296.5%	N/A
Patrimonio / Activos	12.4%	18.6%	25.4%	41.3%	36.4%
<b>Liquidez</b>					
Efectivo / Activos	15.8%	45.0%	57.9%	84.6%	99.7%
Efectivo + Inversiones / Activos	24.9%	51.6%	65.3%	85.9%	99.7%
Cuentas por cobrar / Emisión títulos	86.0%	59.8%	46.5%	24.2%	0.0%
<b>Rentabilidad</b>					
ROAE	2.3%	-1.5%	-4.0%	-1.3%	1.5%
ROAA	0.2%	-0.2%	-0.74%	-0.3%	0.45%
Margen Financiero Neto	6.2%	-2.0%	-16.1%	-4.2%	23.7%
Utilidad neta / Ingresos Financieros	4.2%	-4.4%	-17.9%	-7.4%	21.7%
Gastos Operativos / Total activos	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%
Componente Extraordinario en Utilidades	0.0%	-2.1%	-0.1%	13.1%	2.5%
Rentabilidad de inversiones	4.0%	2.7%	2.5%	4.2%	3.5%
Rendimiento de préstamos	7.6%	9.6%	8.7%	24.9%	N/A
Costo de la Deuda	7.3%	8.2%	7.5%	13.2%	74.7%
Margen	0.4%	1.5%	1.2%	11.7%	N/A
Gastos O.+Reservas / Utilidad antes de Rvas.	32.2%	-127.3%	-11.9%	-54.1%	10.7%
Eficiencia operativa	32.2%	-127.3%	-11.9%	-54.1%	10.7%
<b>Calidad de activos</b>					
Préstamos / Activos	75.0%	48.4%	34.6%	13.9%	0.0%

**MONTO Y SALDO DE LAS EMISIONES VIGENTES AL 30 DE JUNIO DE 2021**

<b>Emisión</b>	<b>Saldo (en miles)</b>	<b>Año emisión</b>	<b>Año vencimiento</b>	<b>Tasa</b>	<b>Garantía</b>
Serie 1	225	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](http://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.