

## FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR CERO TRES VALORES DE TITULARIZACIÓN VTHVAMS03

**Comité No. 57/2021**

**Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2020**

**Fecha de comité: jueves 29 de abril de 2021**

Periodicidad de actualización: Semestral

Originador perteneciente al sector público municipal  
San Salvador, El Salvador

### Equipo de Análisis

Alexis Figueroa  
[afigueroa@ratingspcr.com](mailto:afigueroa@ratingspcr.com)

(503) 2266-9471

### HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Fecha de información	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20	sep-20	dic-20
Fecha de comité	23/04/2018	29/04/2019	24/04/2020	30/10/2020	17/12/2020	29/04/2021
Valores de Titularización Alcaldía municipal de San Salvador 03						
Tramo 1 al 10	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Perspectivas	Estable	Estable	Negativa	Negativa	Negativa	Estable

### Significado de la Clasificaciones

**Categoría AA:** 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

*Esta categorización puede ser complementada mediante los signos (+/-) para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo menos “-” indica un nivel mayor de riesgo.*

*La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de esta, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. El presente informe se encuentra publicado en la página web de PCR (<https://www.ratingspcr.com>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.*

*“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye 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*

### Racionalidad

En Comité Ordinario de Clasificación de riesgo, PCR decidió por unanimidad ratificar la clasificación de riesgo de “AA” con cambio de perspectiva de “Negativa” a “Estable” para la emisión de Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía de San Salvador 03.

La clasificación se fundamenta en la adecuada cobertura que otorgan los flujos por la recaudación de impuestos y tasas municipales, lo cual está soportado por el desarrollo económico y social de la ciudad de San Salvador por ser la capital del país. Asimismo, se considera la reestructuración del fondo de titularización ante los efectos económicos derivados por COVID-19, los cuales afectaron la operatividad de la Alcaldía y sus principales indicadores financieros. Finalmente, se toman en cuenta los resguardos legales que garantizan el pago oportuno de la emisión.

### Perspectiva

Estable.

### Resumen Ejecutivo

- La recaudación de flujos de las OIP para cubrir el monto de cesión anual se ubicó en 4.12 veces a la fecha de análisis, superior al reportado en diciembre 2019 (3.16 veces), causado por el período de reestructuración que presenta el Fondo de Titularización para dar alivio al pago de deuda de la municipalidad. Por este mismo efecto la cesión representó el 3.7% de los ingresos operacionales de la municipalidad, menor al 4.7% reportado en el período anterior, esto permite un nivel de cobertura adecuado para el Fondo de Titularización.
- A la fecha de análisis, la alcaldía de San Salvador presentó una reducción 13.52% (-US\$23.45 millones) en sus ingresos de gestión, afectados por aquellos que provienen del cobro de tasas municipales de bienes y servicios brindados, los cuales registraron una reducción de 8.77%, a consecuencia de menores servicios de certificación de documentos, derechos, mercados y aseo público. Asimismo, los ingresos por tributos han mostrado una ligera disminución de 3.33%, como resultado de menores impuestos pagados por las empresas. Esto resulta de la implementación de las políticas de diferimiento de pagos de tasas y condonación de pagos en mora, producto de los efectos económicos causados por la pandemia por COVID-19. No obstante, la municipalidad mantiene un nivel adecuado de ingresos.

- Ante el comportamiento de los deudores monetarios y financieros, los principales indicadores de liquidez sufrieron una reducción, registrando al período de análisis un ratio de liquidez de 1.73 veces, siendo menor al reportado en diciembre de 2019 (2.38 veces). Adicionalmente, el capital de trabajo disponible resultó de US\$26.44 millones, reduciéndose en US\$7.20 millones respecto al reportado al cierre de 2019 (US\$33.64 millones). No obstante, la alcaldía continúa demostrando una adecuada posición de liquidez que permite cubrir las obligaciones de corto plazo.
- De acuerdo con la Ley Reguladora de Endeudamiento Público Municipal, considera que el límite de endeudamiento público municipal no deberá ser mayor al 1.70 veces. En este sentido, al cierre de 2020, el ratio de endeudamiento público de la Alcaldía de San Salvador se ubicó en 0.64 veces, ligeramente superior al compararlo con el ratio reportado a diciembre 2019 (0.62 veces); el comportamiento obedece a la reducción de los ingresos operacionales, principalmente las tasas municipales e ingresos tributarios.
- La estructuración de la emisión estableció el uso de dos respaldos legales que debe cumplir a lo largo de la emisión, siendo estas una cuenta restringida que acumula dos cuotas mensuales equivalente a US\$1.17 millones para el pago oportuno de la cesión mensual de capital e intereses y la firma de las ordenes irrevocables de pago con CAESS, DELSUR e ISDEM.

#### **Información Utilizada para la Clasificación**

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero
- **Información financiera:** Estados Financieros auditados correspondientes de diciembre 2016 hasta diciembre 2018 y no auditados al 31 de diciembre 2020.
- **Riesgo Operativo:** Modelo Financiero del fondo de titularización.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVAMS03, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos.

#### **Limitaciones y limitaciones potenciales para la clasificación**

**Limitaciones encontradas:** La municipalidad no cuenta con una base de datos con indicadores sociodemográficos actualizados, los datos utilizados en esa sección provienen de una encuesta anual, por lo que el análisis está sujeto a los supuestos utilizados para las estimaciones. Adicionalmente, la institución no cuenta con Estado Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2020.

**Limitaciones potenciales:** A la fecha de análisis se han considerado los diversos Decretos aprobados para la gestión de la emergencia por COVID-19, su influencia en la economía nacional, y principalmente en la municipalidad. Además de los efectos que se presentan en la ejecución de los proyectos y programas de la alcaldía.

#### **Hechos de Importancia**

- El 28 de febrero de 2021, se realizaron las elecciones legislativas y municipales de El Salvador para el período 2021-2024; los resultados para la Alcaldía de San Salvador fueron a favor del Sr. Mario Edgardo Duran Gavidia, por la coalición del partido Nuevas Ideas y de Gran Alianza por la Unidad Nacional (GANU).
- El 09 de julio de 2020, se aprobó el Decreto n°687 que responde a un contrato por préstamo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) denominado “Programa de Fortalecimiento de la Política Pública y Gestión Fiscal para la Atención de la Crisis Sanitaria y Económica causada por el COVID-19 en El Salvador”, siendo este por un monto de US\$250 millones, estipulándose en el artículo 3 del mencionado Decreto, que los Gobiernos Municipales recibirán el 30% de conformidad a los criterios en la Ley FODES.
- En julio 2020, se aprobó el Decreto n°686 que responde a un contrato por préstamo con el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) denominado “Financiamiento parcial de medidas económicas compensatorias implementadas por la emergencia del COVID-19 en la República de El Salvador”, siendo el préstamo por \$50 millones. Estipulándose en el artículo 2 del mencionado Decreto, que los Gobiernos Municipales recibirán el 30% de conformidad a los criterios en la Ley FODES.
- En junio 2020, se aprobó el Decreto n°650, que incorpora el financiamiento a Gobiernos Municipales para atender las necesidades prioritarias y proyectos derivados por la emergencia por COVID-19 y por la Alerta Roja por la Tormenta “Amanda”, representando el 30% del préstamo al Fondo Monetario Internacional (FMI) por \$389 millones.

#### **Metodología utilizada**

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología para Clasificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones (PCR-SV-MET-P-050), vigente del Manual de Clasificación de Riesgo aprobado en Comité de Metodologías con fecha 29 de noviembre 2019. Normalizado bajo los lineamientos del Art.9 de “NORMAS TÉCNICAS SOBRE OBLIGACIONES DE LAS SOCIEDADES CLASIFICADORAS DE RIESGO” (NRP-07), emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva de El Salvador.

#### **Panorama Internacional**

El año 2020 registró la mayor contracción económica mundial desde 1946, producto de los efectos del Covid 19 y las decisiones de los gobiernos de cerrar las economías, sumado a la guerra comercial de Estados Unidos con China, se prevé una caída de la economía global del 4.3% según cifras del Banco Mundial.

Las economías desarrolladas como Estados Unidos, la Eurozona y Japón, presentan proyecciones de crecimiento para el 2021 de 3.1%, 4.7% y 2.3% respectivamente, mientras que China (economía emergente y en desarrollo) presentará un crecimiento del 8.2% al ser uno de los países más avanzados en el ámbito de gestión de la crisis

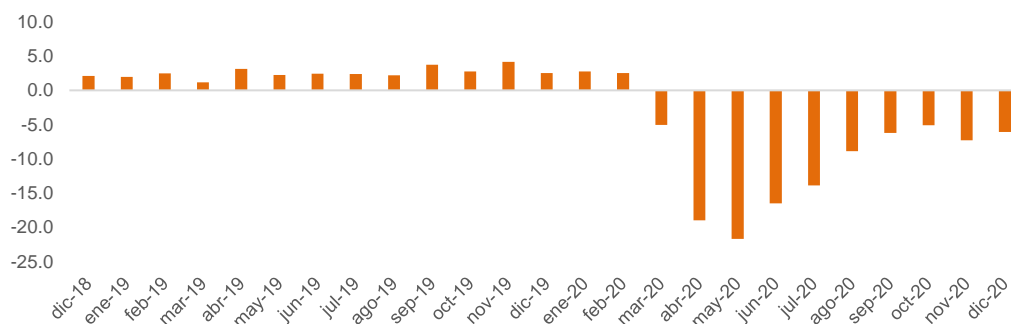
sanitaria. Cabe resaltar que, a pesar de que la pandemia la golpeó fuertemente, presentó un crecimiento económico de 2% en el 2020. Por otro lado, para las economías de ingreso bajo se estima un crecimiento del 3.3% en el 2021, tras una caída del 0.9% en el 2020. Sin embargo, no es parejo, algunas economías iniciarán su recuperación, mientras que otras entrarán en crisis fiscales y de deuda en mayor o menor medida.

En América Latina, las economías más golpeadas durante el 2020 son Perú, Argentina y Ecuador con caídas en su PIB de -12%, -10.6% y -9.5% respectivamente. No obstante, Perú presenta un panorama bastante optimista con la tasa más alta de crecimiento estimada para el 2021 en la región, con un crecimiento estimado de 7.6%, seguido de Panamá 5.1%; Chile y Colombia con un crecimiento de 5%. Por otro lado, Nicaragua es el único país que presenta proyecciones negativas hacia el 2021, a pesar de caer -6% en el 2020, se estima que para el 2021 seguirá cayendo -0.5% en el PIB.

## Economía Local

- La actividad económica frena ritmo de recuperación gradual a diciembre 2020.** De acuerdo con las cifras publicadas por el Banco Central de Reserva de El Salvador (BCR), muestran que la actividad económica del país al cierre de 2020 mantiene resultados contractivos del orden de -6.1%, mostrando un freno a la recuperación gradual reflejada hasta octubre de 2020, lo que podría estar asociado al período pre electoral, y a la menor dinámica comparada a con los meses de noviembre y diciembre de 2019, meses que contienen un efecto estacional derivado de la fiestas de fin de año y el incremento en el ingresos de los hogares durante dichos meses.

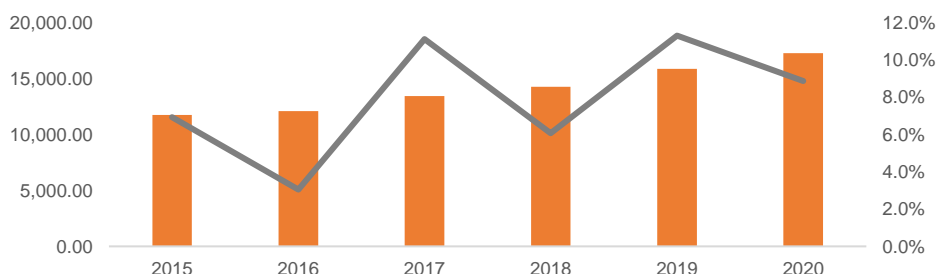
**Actividad Económica General, IVAE diciembre 2020. Serie Desestacionalizada (Variación % anual)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

- Sistema financiero mantiene sólida liquidez, pero con desaceleración del crédito.** La liquidez global del sector privado fue de US\$17,287 millones, equivalente a una tasa de crecimiento interanual del 8.9% y representando aproximadamente el 70% del PIB estimado para el año 2020. La liquidez del sector privado estuvo estimulada, en parte, por los desembolsos de deuda hacia el sector público proveniente del extranjero, la dinámica de las remesas familiares y la reducción de las reservas bancarias, lo cual se comprueba con la disminución de la Base Monetaria, pasando de US\$3,958 millones en diciembre de 2019 a US\$2,871 millones en el período analizado, equivalente a una reducción del -27.5%. Por otra parte, la cartera de préstamos registrada por el Sistema Financiero mostró un relativo estancamiento al crecer interanualmente solamente 0.6% a diciembre 2020.

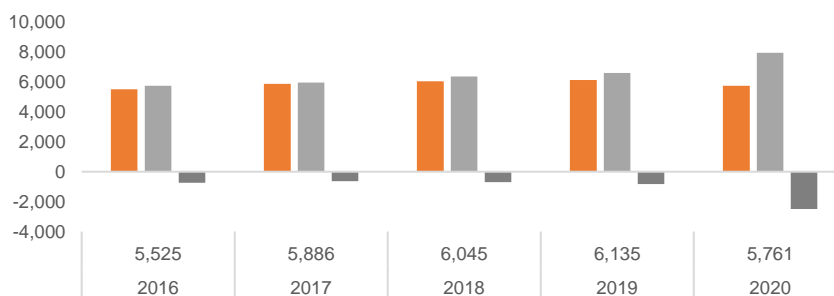
**Liquidez Global del Sector Privado (En Millones US\$ y Variación % anual)**



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR

- El déficit fiscal alcanza cifras récord poniendo en amenaza la sostenibilidad fiscal del país.** Los principales indicadores fiscales muestran un importante deterioro al cierre del año 2020, derivado de la reducción de los ingresos tributarios y la expansión del gasto corriente del Gobierno. En este sentido, el déficit fiscal registrado a diciembre de 2020 ascendió a US\$2,498 millones, equivalente a una expansión del 202.7%, respecto de los reportado a diciembre de 2019, una cifra sin precedentes y equivalente a aproximadamente el 10.1% del PIB nominal estimado para 2020, un indicador récord que aumenta los riesgos de insolvencia y amenaza la sostenibilidad de las finanzas del Estado, considerando el alto endeudamiento público que asciende a aproximadamente el 91% del PIB.

**INGRESOS, GASTOS Y DÉFICIT FISCAL DEL SPNF  
(Millones US\$)**



*Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR*

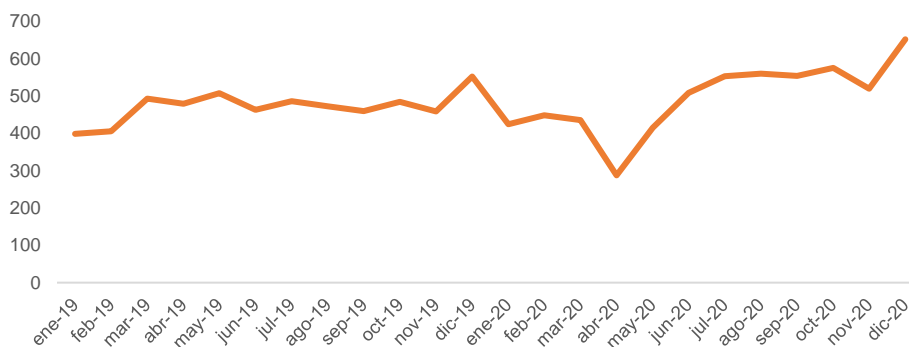
**DEUDA PÚBLICA TOTAL DEL SPNF**

Componente	2016	2017	2018	2019	2020
Deuda Pública Total	17,558	18,373	18,975	19,808	22,626
Sector Público No Financiero	12,620	13,043	13,385	13,910	16,416
Gobierno	11,862	12,038	12,413	12,900	15,436
LETES	1,073	746	817	991	1,409
Sector Público Financiero	4,726	5,177	5,476	5,788	6,042
Del cual FOP:	4,016	4,574	4,922	5,265	5,556
Deuda Externa Pública	9,317	9,675	9,565	9,981	11,153
Deuda Interna Pública	8,241	8,697	9,409	9,827	11,473

*Fuente: Banco Central de Reserva / Elaboración: PCR*

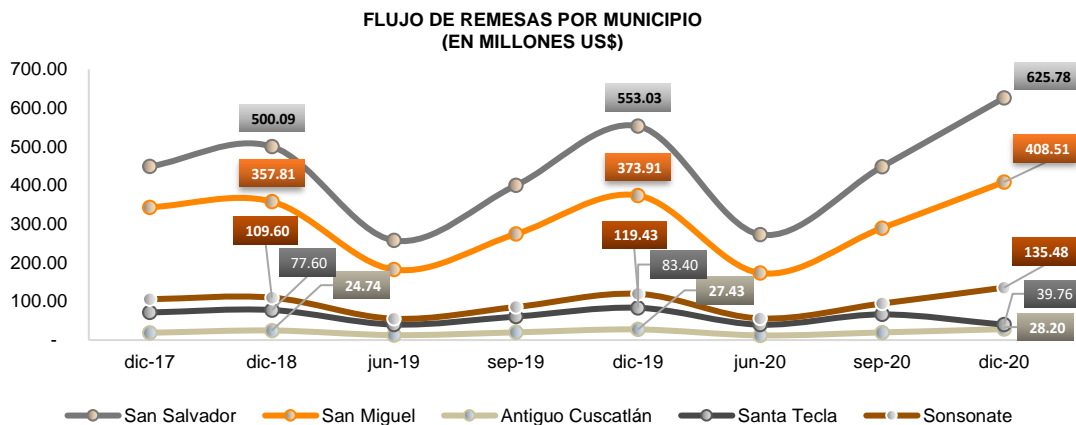
- Las remesas familiares mantienen buen ritmo de crecimiento, permitiendo reducir el déficit en cuenta corriente.** Las Remesas Familiares que constituyen el principal ingreso secundario de la economía, acumularon durante el año 2020 un monto de US\$5,930 millones, equivalente a una tasa de crecimiento de 4.8% respecto de diciembre de 2019 y presentando una participación de aproximadamente el 23.9% respecto del PIB, demostrando la importancia económica en el ingreso disponible de los hogares salvadoreños. Cabe destacar que las remesas familiares comenzaron su proceso de recuperación a partir del mes de mayo de 2020 después de haber alcanzado un mínimo en el mes de abril 2020 que coincide con el mes donde se decretaron restricciones a la movilidad en Estados Unidos, país de origen de aproximadamente el 96% de las remesas que recibe El Salvador.

**REMESAS FAMILIARES MENSUAL (MILLONES DE US\$)**



*Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR.*

- Comportamiento de las remesas familiares en las municipalidades.** Después del levantamiento de las medidas de confinamiento en Estados Unidos, entre los meses de marzo a mayo de 2020, la recuperación de los flujos de remesas recibidos en El Salvador muestra una variación positiva al cierre del 2020, de acuerdo con los datos publicados por el Banco Central de Reserva (BCR), se obtuvo una captación de remesas de US\$5,918.7 millones, presentando un crecimiento del 4.79% respecto al período anterior, (US\$5,648.3 millones). Al 31 de diciembre de 2020, dentro de los principales municipios receptores de remesas destacan: San Salvador (US\$625.8 millones), seguido de San Miguel (US\$408.5 millones) y Antigua Cuscatlán (US\$135 millones). Lo anterior dinamiza la actividad económica local de las municipalidades por medio de un mayor ingreso disponible en los hogares, lo cual estimula el consumo y las ventas de los negocios, y se traduce en un impacto positivo en la recaudación de los municipios.



*Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: PCR*

- Influencia de la economía local en la alcaldía.** El 14 de marzo de 2020 el país declaró “Estado de Emergencia Nacional, Estado de Calamidad Pública y Desastre Natural” como parte del Decreto número 593, un día después se aprobó el Decreto número 594 descrito como la “Ley de Restricción Temporal de Derechos Constitucionales concreto para atender la Pandemia COVID-19”. Algunas de las medidas tomadas para la contención de los contagios fue la suspensión de derecho de libre circulación, lo que trajo consigo un paro de labores que afectó a diversos grupos empresariales, MYPES, entre otros. Influyendo en un incremento de la tasa de desempleo nacional y una desmejora del desempeño económico, evidenciado una contracción del 7.9%.

Esto afectará uno de los aportes más importantes que otorga el Estado a las municipalidades, siendo este el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios (FODES) concedido por el Instituto Salvadoreño para el Desarrollo Municipal (ISDEM), que a pesar de alcanzar un 10% de los ingresos corrientes netos del presupuesto general, presentará una reducción para los próximos años hasta llegar a los niveles alcanzados antes de la pandemia. En el caso particular de la alcaldía de San Salvador, se presupuestó otorgar un monto anual de US\$7.30 millones durante el año 2020, repartido en 12 transferencias mensuales de US\$0.61 millones. A la fecha de análisis la alcaldía ha percibido en concepto de transferencias US\$3.65 millones del FODES, equivalente al 50.0% de la asignación anual.

Otra medida a considerar es la aprobación del Decreto número 601 para la “Ley Transitoria para diferir el pago de facturas de servicios de agua, energía eléctrica y telecomunicaciones”, donde se aprobó un período de gracia de hasta 3 meses para el pago de los servicios. Esta medida es de alta importancia para la alcaldía de San Salvador debido a que posee una Orden Irrevocable de Pago suscrita con Del Sur, quien ha proyectó una reducción de US\$127.0 millones en sus ingresos por pago de servicios. Mientras que CAESS aun no hizo pública las estimaciones de los efectos que generó dicha acción.

Cabe mencionar que durante los meses de junio y julio de 2020 se aprobaron tres Decretos (N°650, 686, 687) para la aprobación del financiamiento para enfrentar las necesidades generadas por la emergencia de COVID-19, estos préstamos totalizaron US\$689.0 millones, y se estipuló un otorgamiento del 30% a la municipalidad para la gestión de la pandemia. Sin embargo, a la fecha de análisis, no hay un documento que respalde la transferencia de estos fondos a las alcaldías.

## Resumen de la Estructura de Titularización

DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN	
Emisión	
<b>Emisor</b>	: Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Tres – FTHVAMS 03 (en adelante, el Fondo de Titularización).
<b>Emisión</b>	: Valores de titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador (VTHVAMS 03).
<b>Originador</b>	: Municipio de San Salvador.
<b>Activos del Fondo de Titularización</b>	: Los derechos sobre los flujos financieros futuros del Municipio de San Salvador sobre una porción correspondiente a los ingresos percibidos por la Alcaldía Municipal de San Salvador, descritos según artículo 63 del Código Municipal de El Salvador a excepción de los descritos en el numeral 10 de dicho artículo.
<b>Sociedad de Titularización</b>	: Hencorp Valores Ltda., Titularizadora (en adelante, la Sociedad Titularizadora), representante legal y administradora del Fondo de Titularización.
<b>Agente Estructurador</b>	: Hencorp Valores Ltda., Titularizadora.
<b>Respaldo de la Emisión</b>	: Los Valores de Titularización son respaldados por los derechos sobre los Flujos Futuros que constituyen el Fondo de Titularización y por los mecanismos de cobertura.
<b>Mecanismos de Cobertura</b>	: (i) Cuenta Restringida, que no deberá ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de flujos que serán cedidos por el Originador. (ii) Orden Irrevocable de Pago: mediante ésta, el Originador se compromete por medio de su colector a transferir la cesión de flujos financieros identificada en el cuadro final del presente documento. Esta orden da las instrucciones a quienes hagan la función de colectoría de los fondos de la Institución a trasladar directamente los fondos cedidos correspondientes a la cuota de cada mes, de forma sucesiva, a la Sociedad Titularizadora que administra el Fondo de Titularización.
<b>Custodia y Depósito</b>	: La emisión de Valores de Titularización representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta está depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V.

<b>Destino</b>	De conformidad a lo dispuesto en el Artículo cuatro de la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal, los fondos que el Municipio de San Salvador ha recibido y pueda recibir en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAMS CERO TRES, son invertidos por el Municipio de San Salvador en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos de conformidad con el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES).
<b>Cesión de Derechos de Flujos Futuros</b>	El originador se compromete, mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Futuros a ceder a la Sociedad Titularizadora todos los derechos sobre la cantidad estipulada de los ingresos totales que perciba mensualmente. La cesión de los flujos futuros se lleva a cabo a través las compañías eléctricas y el ISDEM (Fondos FODES), a partir del día uno de cada mes.

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

### Reestructuración por efectos COVID-19

La enfermedad COVID-19 catalogada pandemia por la OMS el 11 de marzo 2020 ha desembocado en una serie de prácticas por parte de los gobiernos para evitar el contagio masivo de la población, siendo el confinamiento de la población con características de riesgo, la principal medida para retrasar la evolución de la enfermedad.

En El Salvador, el primer caso de COVID-19 se registró el 18 de marzo de 2020. En consecuencia, la Asamblea Legislativa aprobó dos decretos, el primero n°593: "Estado de Emergencia Nacional, Estado de Calamidad Pública y Desastre Natural" y el segundo n° 594: "Ley de Restricción Temporal de Derechos Constitucionales concretos para atender la pandemia COVID-19".

El Fondo de Titularización San Salvador 03 cuenta con tres órdenes irrevocables de pago, la primera entre la Alcaldía de San Salvador y la Distribuidora Eléctrica CAESS Sociedad Anónima de Capital Variable, una segunda suscrita con la Distribuidora de Electricidad DELSUR Sociedad Anónima de Capital Variable, y una tercera orden irrevocable de pago entre la municipalidad y el Instituto Salvadoreño de Desarrollo Municipal (ISDEM).

Actualmente, y dada la coyuntura del COVID-19, la Asamblea Legislativa aprobó el Decreto n°601<sup>1</sup>: "Ley Transitoria para diferir el pago de facturas de servicios de agua, energía eléctrica y telecomunicaciones (teléfono, cable e internet)". El objetivo principal de este decreto era mitigar el impacto económico que podrían traer las medidas sanitarias adoptadas. El Decreto aprobado tenía como objetivo diferir el pago de las facturas de servicios de agua potable, energía eléctrica y telecomunicaciones, de los meses de abril, mayo y junio del año 2020. Estos tres pagos fueron diluidos en dos años sin generar mora, interés u otra penalidad. Si bien los contribuyentes no estuvieron exentos del pago de Tasas, la principal fuente de colecturía del FTHVAMS CERO TRES se vio afectada por la mora generada por dicho decreto y las restricciones de movilidad.

Debido a que la principal fuente de pago del Monto de Cesión Mensual corresponde a los flujos recolectados por CAESS, es necesario y se consideró conveniente que, para procurar el pago oportuno a los Tenedores de Valores de Titularización – Títulos de Deuda emitidos por el FTHVAMS CERO TRES, se ejecute de la manera más inmediata una modificación de la emisión en comento, proponiendo que para tal efecto se realice modificaciones a los Contratos de Titularización, de Cesión y Administración y a las Órdenes Irrevocables de Pago correspondientes.

### Modificaciones al Contrato de Titularización

Modificaciones Contrato de Titularización		
I. Definiciones		
Contrato de Cesión y Administración de Derechos Sobre Flujos Financieros Futuros	Incrementar el monto de la cesión total a transferir por parte del Municipio	Romano I, numeral n° 7.
Cuenta Restringida	Se modifica esta característica con el objetivo de establecer la posibilidad de utilizar el saldo de la Cuenta Restringida para hacer frente a las obligaciones con los tenedores de valores, obligándose el Originador a restituir la misma en un período de tres meses posteriores a su uso. Así mismo, estableciendo un monto fijo de USD\$1,640,000 como el saldo de la Cuenta Restringida a mantener a lo largo de la emisión.	Romano I, numeral n°12.
Evento de Incumplimiento del Fondo de Titularización	Se excluye de los eventos de incumplimiento el pago diferido de los intereses acumulados.	Romano I, numeral n°16
Monto de Pago de Intereses	Los intereses acumulados serán pagados de conformidad con las tablas de pago de intereses contempladas en el Anexo I del Contrato de Modificación al Contrato de Titularización.	Romano I, numeral n°22
Período de Intereses Devengados	Los intereses acumulados devengarán una compensación equivalente a la tasa cupón correspondiente de cada Tramo de la emisión.	Romano I, numeral n°26.
Período de Excepción	Se agrega el numeral del período de excepción, que corresponde a 3 meses que FTHVAMS 03 no pagará costos y gastos adeudados a terceros, comisiones a la Sociedad Titularizadora ni capital y/o intereses conforme a las tablas de capital e intereses que han sido aprobado en la sesión de Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores <sup>2</sup> .	Romano I, numeral n°35
Período de Restitución	Corresponde a los veinticuatro meses posteriores al Período de Excepción en los cuales el FTHVAMS CERO TRES pagará de manera mensual la totalidad de los intereses devengados en el Período de Excepción a los Tenedores de Valores, costos y gastos adeudados a terceros y comisiones a la Sociedad Titularizadora, de acuerdo a lo establecido en la Prelación de Pagos de este Instrumento y a la Tabla de Pagos Mínimos aprobado en la Junta General Extraordinaria de Tenedores de	Romano I, numeral n°36

<sup>1</sup> Decreto n°601: "Ley Transitoria para diferir el pago de facturas de servicios de agua, energía eléctrica y telecomunicaciones. Aprobado el 20 de marzo de 2020. <https://www.asamblea.gob.sv/decretos/decretosporanio/2020/0>

<sup>2</sup> Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores celebrada el 01 de abril de 2020.

	Valores y que se encuentra en el Anexo Uno de éste instrumento y por lo tanto forma parte integral.	
<b>III. Constitución del Fondo de Titularización</b>		
Derechos que conformarán el Fondo de Titularización	Modificación para homologar la descripción del Activo Titularizado con la nueva estructura de cesiones.	Romano III, numeral n°2
Criterios de Administración de los Flujos Financieros	Modificación del apartado en el sentido de establecer las nuevas condiciones sobre la utilización de los fondos de la Cuenta Restringida e incorporar la Prelación de Pagos del Fondo de Titularización para el Período de Excepción y el Período de Restitución.	Romano III, numeral n°6

*Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR*

### Modificaciones de Características de la Emisión

Modificaciones Características de la Emisión de los Valores de Titularización		
Forma y Lugar de Pago	Aclarar la forma de pago de intereses acumulados y compensaciones en el Período de Excepción y de Restitución.	Numeral n°3.15
Tasa de Interés	Aclarar la forma de pago de intereses acumulados y compensaciones en el Período de Excepción y de Restitución.	Numeral n°3.16
Interés Moratorio	Aclarar que no se reconocerá intereses moratorios en caso de mora en el pago de capital e intereses.	Numeral n°3.17
Respaldo de la Emisión	Incorporar la nueva estructura de cesiones de conformidad con las modificaciones a realizar al Contrato de Cesión; Establecer las nuevas condiciones sobre la utilización de los fondos de la Cuenta Restringida.	Numeral n°3.23
Procedimiento en Caso de Mora	Excluir el diferimiento de los intereses del Período de Excepción como evento de mora.	Numeral n°3.28
Caducidad del Plazo de la Emisión	Modificar el monto total de la cesión de conformidad con la modificación del Contrato de Cesión.	Numeral n°3.29

*Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR*

### Modificaciones al Contrato de Cesión

Con el objetivo de mantener congruencia con las modificaciones planteadas en el Contrato de Titularización, es necesario realizar modificaciones en el Contrato de Cesión. A continuación, se presentan las modificaciones:

Modificaciones Contrato de Cesión		
Cesión Sobre Flujos Financieros Futuros.	Modificar el Monto de Cesión Mensual en los Períodos de Excepción y Restitución y modificar el Monto Total Cedido.	Romano II, Literal B, Numeral n° 1.
Caducidad	Homologar el Monto Total Cedido.	Apartado n°5

*Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR*

### Modificaciones al Contrato de Administración de Flujos Financieros Futuros

Con el objetivo de mantener congruencia con las modificaciones planteadas en el Contrato de Titularización, es necesario realizar modificaciones en el Contrato de Administración de Flujos Financieros Futuros. A continuación, se presentan las modificaciones:

Modificaciones Contrato de Administración de Flujos Financieros Futuros		
Obligaciones de las Administradoras	Adecuar el Monto Total Cedido.	Apartado B, Numeral n° 7.
Plazo	Adecuar el Monto Total Cedido.	Apartado E.

*Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR*

### Modificaciones a Ordenes Irrevocables de Pago

La Orden Irrevocable de Pago suscrita con CAESS, DELSUR y FODES tendrán una modificación respecto al Monto de Cesión Mensual en los Períodos de Excepción y Restitución. Es decir, modificar el Monto Total Cedido y el plazo que deberá mantenerse.

### Instrumentos Clasificados

#### Características de los instrumentos clasificados

DETALLE DE LA EMISIÓN	
Descripción	
Monto	US\$ 61,995,000.00
Saldo Vigente	US\$ 50,270,916
Tasa Rendimiento a Inversionistas	6.25%, 6.85% y 7.25%
Plazo	Originalmente 15 años, tras ajuste 15 años 8 meses.
Periodicidad Amortización de Capital	Mensual
Periodicidad Pago Intereses	Mensual
Monto a Ceder por el Municipio Mensual	US\$ 586,000
Destino de los Fondos	Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos

*Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR*

**DETALLE DE TRAMOS EMITIDOS**

Tramo	Monto Emisión (US\$)	Capital Pagado (US\$)	Saldo Capital (US\$)	Fecha de Colocación	Plazo (Meses)	Fecha de Vencimiento	Fecha de Vencimiento ajustada	Número de Emisiones	Valor Nominal Unitario (US\$)
Tramo 1	9,300,000	8,184,260	1,115,740	27/11/2015	60	27/11/2020	27/7/2021	93,000	100
Tramo 2	43,396,000	3,372,970	40,023,030	27/11/2015	180	27/11/2030	27/7/2031	433,960	97.07
Tramo 3	2,000,000	51,443	1,948,557	6/11/2017	156	6/11/2030	6/7/2031	20,000	93.11
Tramo 4	642,000	16,513	625,487	10/11/2017	156	13/11/2030	13/7/2031	6,420	93.11
Tramo 5	2,000,000	22,259	1,977,741	26/2/2018	153	27/11/2030	27/7/2031	20,000	92.92
Tramo 6	365,000	7,197	357,803	6/3/2018	152	7/11/2030	7/7/2031	3,650	93.2
Tramo 7	600,000	11,831	588,169	14/3/2018	152	14/11/2030	14/7/2031	6,000	93.2
Tramo 8	2,135,000	35,133	2,099,867	9/7/2018	149	10/11/2030	10/7/2031	21,350	99.66
Tramo 9	551,200	9,070	542,130	12/7/2018	149	12/11/2030	12/7/2031	5,512	99.35
Tramo 10	1,005,800	13,406	992,394	20/11/2018	149	21/11/2030	21/7/2031	10,058	99.66

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

El monto de la emisión fue de hasta US\$61,995,000.00 representada al menos por un tramo. Cabe mencionar que los montos de los Valores de Titularización están representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta y denominaciones en dólares de los Estados Unidos de América (US\$). La negociación de la emisión fue en oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsas.

Los flujos por ceder al Fondo de Titularización en los 188 meses que dure la emisión se realizarán de acuerdo con el cuadro que se encuentra a final del presente documento. Los intereses se pagan de forma mensual y consecutiva para el tramo sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante el período de vigencia de la emisión.

**Destino de los Fondos**

De conformidad a lo dispuesto en el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES), los fondos que el Municipio de San Salvador ha recibido y puede recibir en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAMS CERO TRES, son invertidos por el Municipio de San Salvador en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos.

**Descripción de la Estructura**

**Cesión de Derechos de Flujos Futuros**

El originador se compromete, mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Futuros a ceder a la Sociedad Titularizadora todos los derechos sobre la cantidad estipulada de los ingresos totales que perciba mensualmente. Por ingresos percibidos por el Municipio de San Salvador se entenderán los flujos financieros futuros de:

1. El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales;
2. El producto de las penas o sanciones pecuniarias de toda índole impuestas por la autoridad municipal competente, así como el de aquellas penas o sanciones que se liquiden con destino al municipio de conformidad a otras leyes. Igualmente, los recargos e intereses que perciban conforme a esas leyes, ordenanzas o reglamentos;
3. Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan;
4. El producto de la administración de los servicios públicos municipales;
5. Las rentas de todo género que le municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad;
6. Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género;
7. Las subvenciones, donaciones y legados que reciba;
8. El producto de los contratos que celebre
9. Los frutos civiles de los bienes municipales o que se obtengan con ocasión de otros ingresos municipales, así como los intereses y premios devengados por las cantidades de dinero consignados en calidad de depósitos en cualquier banco.
10. El aporte proveniente del FONDO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL DE LOS MUNICIPIOS (FODES) establecido en el inciso tercero del Artículo doscientos siete de la Constitución en la forma y cuantía que fije la ley y conforme lo determina el inciso segundo del artículo cinco de La LEY DE CREACIÓN DEL FONDO PARA EL DESARROLLO ECONÓMICO Y SOCIAL DE LOS MUNICIPIOS
11. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
12. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
13. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectúe;
14. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
15. Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas.<sup>3</sup>

Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados, correspondiendo al Municipio de San Salvador, el pago ya sea a la administración tributaria o a la entidad competente, de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso aplicasen.

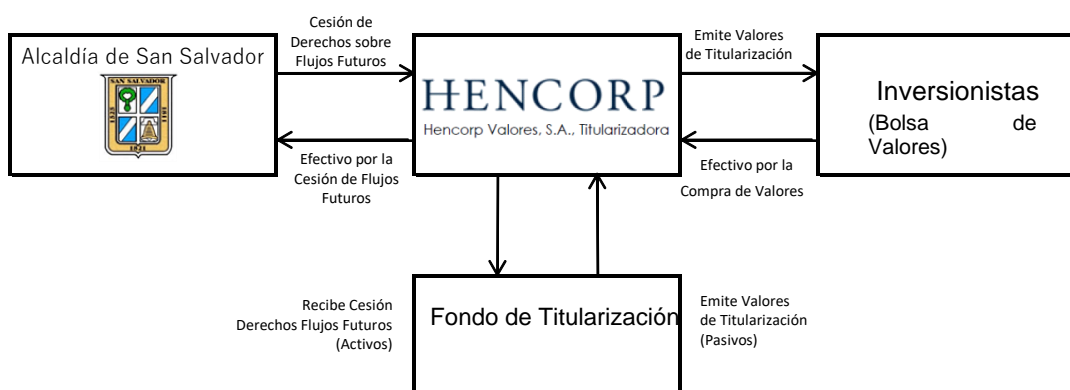
Originalmente se tenían 180 cesiones de flujos hacia el Fondo de Titularización por parte del Originador. El monto total por ceder era de US\$105, 480,000.00. La cesión de los flujos futuros se lleva a cabo a través las compañías

<sup>3</sup> Art. 63, Código Municipal de El Salvador



eléctricas y el ISDEM (Fondos FODES), a partir del día uno de cada mes. Actualmente la emisión consta de 188 cesiones con un monto total por ceder de US\$108,410,000.00 tras la reestructuración de la emisión.

#### DIAGRAMA DE LA ESTRUCTURA



Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

#### Operatividad de la Estructura de Titularización

Para la operación de la estructura de Titularización se han abierto las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

1. Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización: es la cuenta operativa donde se depositan los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del originador.
2. Cuenta Restringida del Fondo de Titularización: la cual constituye la provisión por el monto de dos cuotas mensuales de flujos cedidos por el originador. El monto de la cuenta restringida ha sido constituido con los fondos provenientes de la venta de los valores de titularización.

#### Prelación de Pagos

Todo pago se hace por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria abierta en un Banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, denominada Cuenta Discrecional, en el siguiente orden: primero, en caso sea necesario, se abona la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo a los dos próximos montos mensuales de cesión de flujos financieros futuros que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos; segundo, obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; tercero, comisiones a la Sociedad Titularizadora; cuarto: saldo de costos y gastos adeudados a terceros; quinto, cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador. En el evento de liquidación del Fondo de Titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la Ley de Titularización de Activos:

1. El pago de Deuda Tributaria;
2. Se le pagarán las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVAMS03;
3. Se imputará otros saldos adeudados a terceros;
4. Se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora.

Luego de haberse realizado los pagos establecidos, cualquier remanente es devuelto al Originador.

#### Forma y Lugar de Pago

Tanto el capital como los intereses de la emisión son pagaderos a través del procedimiento establecido por la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. (CEDEVAL), tal como consta en los documentos informativos relacionados con la presente emisión.

#### Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la Sociedad Titularizadora procederá a disponer de los fondos en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, para realizar los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda. Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al Representante de los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a una Junta General de Tenedores y se determinen los pasos a seguir. Asimismo, la Sociedad Titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

#### Caducidad del plazo de la emisión

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión Irrevocable a Título Oneroso de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros a ser otorgado por el Municipio de San Salvador y la Titularizadora, dicho Municipio procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de CIENTO OCHO MILLONES CUATROCIENTOS DIEZ MIL DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores de Titularización y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del Artículo sesenta y seis de la

Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá enterar de inmediato a los Tenedores de Valores de Titularización la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por el Municipio de San Salvador, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia del Sistema Financiero.

## **Mecanismos de Cobertura y Resguardos Financieros**

---

### **Mecanismos de Cobertura**

El Fondo de Titularización posee una Cuenta Restringida como mecanismo de cobertura interno. La Cuenta Restringida es una cuenta bancaria administrada por Hencorp Valores Ltda., Titularizadora, y el saldo de ésta no debe ser menor a las próximas dos cuotas mensuales de flujos que serán cedidos por el originador.

Como respaldo operativo para la emisión, la Alcaldía Municipal se compromete (por medio de un contrato) a transferir los flujos al Fondo de Titularización a través de una Orden Irrevocable de Pago, que será ejecutada directamente por las compañías eléctricas y el FODES que realicen la colecturía de los ingresos de la Municipalidad. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de la Alcaldía Municipal de trasladar el total de la cesión de los flujos futuros.

### **Principales riesgos**

---

#### **Riesgos asociados a la Alcaldía (Originador).**

- **Riesgo Estratégico.** El Municipio de San Salvador podría en cualquier momento tomar decisiones que repercutan en un cambio material adverso sobre los flujos de ingresos generados por la Institución. Este riesgo está administrado pues dicho accionar constituiría una caducidad anticipada de la emisión, de tal forma que se desincentiva dicho tipo de acciones. Adicionalmente, el Concejo Municipal está conformado por una serie de personas que deben tomar acuerdo sobre las decisiones más importantes del Municipio. Finalmente, el Municipio de San Salvador ha sido a lo largo del tiempo el polo de inversión más importante del departamento de San Salvador.
- **Riesgo de Liquidez.** Se encuentra estrechamente relacionado a la capacidad de la Alcaldía para honrar sus obligaciones contractuales de corto plazo, derivado de la eficiencia en la recaudación de ingresos y a la adecuada administración de los recursos de la institución.
- **Riesgo de solvencia.** Este riesgo se asocia a la capacidad de la Alcaldía para cumplir con sus deudas en el largo plazo y asegurar fondos en el futuro. Lo cual se encuentra relacionado con la estructura de capital general de la municipalidad, su grado de apalancamiento y el riesgo asociado con su estructura.

#### **Riesgos asociados a la titularización.**

- **Riesgo de Mora.** Este riesgo está asociado a una posible disminución en el pago de los servicios que presta el Municipio. Adicionalmente, considera cualquier evento que redunde en una disminución en los ingresos de la entidad. Este riesgo se ve administrado por los Mecanismos de Mejora Crediticia incorporados al Fondo de Titularización: Ordenes Irrevocables de Pago y Cuentas Restringidas dentro del vehículo.
- **Riesgo regulatorio.** El Municipio de San Salvador es una entidad regida por las leyes de El Salvador relacionadas a la Administración Municipal. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la generación o transferencia de los flujos financieros futuros desde el Municipio de San Salvador hacia el Fondo de Titularización, afectando así la liquidez y solvencia de este. Dado que las tasas municipales representan el 21% de los ingresos totales, el riesgo regulatorio cobra mayor importancia y el mismo es administrado por el Concejo Municipal, siendo este el ente autorizado para ajustar tasas municipales y encargado de la administración de la municipalidad.

#### **Riesgos asociados a la emisión.**

- **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. Los inversionistas pueden mitigar este riesgo mediante operaciones de mercado secundario o de reporto en las que la tasa de rendimiento del título sea equivalente a las tasas de mercado.
- **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 de Titularización ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado. Los inversionistas pueden administrar este riesgo diversificando su portafolio de inversiones.
- **Riesgo de tasa de interés:** Una vez definida esta tasa de interés, el inversionista que adquiera dichos Valores de Titularización - Títulos de Deuda incurre en riesgo de tasa de interés ante la posibilidad de que las tasas de interés vigentes en el mercado de capitales en otros instrumentos de similar plazo y clasificación de riesgo, en un momento determinado puedan ser más competitivas que las de los valores de la presente emisión. En caso de un aumento de las tasas de interés, el riesgo para los inversionistas es de liquidez, quienes pueden mitigar este riesgo mediante operaciones de mercado secundario o de reporto en las que la tasa de rendimiento del título sea equivalente a las tasas de mercado.

## Análisis de la Estructura

La clasificación de riesgo tiene como finalidad dar una opinión sobre el riesgo de incumplimiento en el pago de los intereses y la amortización del capital, derivado de los valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS 03. Por lo tanto, al cierre de 2020, luego de analizar los factores cuantitativos y cualitativos de los derechos sobre los flujos futuros titularizados, el nivel crediticio del Originador (Municipio de San Salvador), la estructura de titularización propuesta, el operador de las cuentas del Fondo de Titularización, el monto, el Tratamiento y Prevención de Desvío de Fondos y, finalmente, los aspectos legales involucrados en toda la transacción, puede afirmarse que el fondo de titularización cuenta con la cobertura necesaria para pagar a los inversionistas e incluso generar excedentes para la devolución al originador.

Es importante mencionar que al tratarse de una titularización de una porción de los ingresos totales de la Municipalidad de San Salvador, estos mantienen mayor confiabilidad y predictibilidad.

## Perfil de la Titularizadora

### Reseña

El 17 de diciembre de 2007 fue publicada de la Ley de Titularización de Activos, aprobada por la Asamblea Legislativa de la República de El Salvador. El 24 de junio de 2008, el Grupo Hencorp constituyó una Sociedad Titularizadora en El Salvador, la cual se denomina Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

Es importante mencionar que el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero en sesión No. CD-47/2016, de fecha 29 de diciembre de 2016, autorizó la modificación del Pacto Social de la Sociedad Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, por transformación de la naturaleza jurídica de Sociedad Anónima a Sociedad de Responsabilidad Limitada, denominándose Hencorp Valores, Limitada, Titularizadora.

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, LTDA., Titularizadora es el brindarles liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales, introduciendo de esta forma, un mecanismo adicional que provea financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzca nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

### Accionistas y Consejo de Gerentes

En el siguiente cuadro se detallan los principales Participantes Sociales y Consejo de Gerentes de Hencorp Valores, LTDA, Titularizadora:

Participantes Sociales		Concejo de Gerentes	
Participantes Sociales	Participantes Sociales	Cargo	Nombre
Hencorp V Holding, S. de R.L.	99.98%	Gerente Presidente	Raúl Henríquez Marroquín
Eduardo Alfaro Barillas	00.02%	Gerente Secretario	Eduardo Arturo Alfaro Barillas
<b>Total</b>	<b>100%</b>	Gerente Administrativo	Víctor Manuel Henríquez
		Gerente Administrativo	Jaime Guillermo Dunn de Ávila
		Gerente Suplente	Felipe Holguín
		Gerente Suplente	Roberto Arturo Valdivieso
		Gerente Suplente	José Miguel Valencia Artiga
		Gerente Suplente	Gerardo Mauricio Recinos Avilés

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

### Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales, lo que ha hecho posible que la Titularizadora a la fecha de análisis tenga colocados más de US\$900 MM en el mercado salvadoreño, equivalentes a más de 15 Fondos de Titularización que representan un 70% de participación total del mercado.

### Gestión de riesgos

Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora, para mitigar los riesgos asociados al correcto desempeño de sus actividades económicas y en cumplimiento con lo establecido en las Normas para la Gestión Integral de Riesgos de las Entidades Bursátiles (NPR-11), emitidas por el BCR, ha elaborado un Manual de Gestión de Riesgos con el propósito de identificar, medir, controlar, monitorear y comunicar riesgos, metodologías y herramientas que se emplean en los diferentes procesos y líneas de negocio de Hencorp Valores y sus fondos administrados.

Adicional a lo anterior, Hencorp Valores cuenta con una Auditoría Externa, regulada por el Banco Central de Reserva y supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero, para tener una amplia gama de acciones que le permitan el manejo óptimo de los riesgos que pudiesen afectar la estrategia, los procesos, los proyectos o las nuevas inversiones del negocio.

### Resultados financieros

Por la naturaleza del negocio de la Titularizadora Hencorp Valores, Ltda., es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía, en ese sentido, al cierre de 2020 la Titularizadora presentó un incremento interanual en 0.1 p. p. en su razón corriente, pasando de 3.2 veces al cierre de 2019 a 3.3 veces a la fecha de análisis, significando una mayor capacidad financiera de la Titularizadora para responder a sus obligaciones de corto plazo.

**LIQUIDEZ (VECES)**

Liquidez	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-19	dic-20
Razón Corriente	3.1	3.2	2.4	3.2	3.2	3.3

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

Por su parte, las utilidades netas reportadas a la fecha de análisis alcanzaron los US\$1,283 miles (diciembre 2019: US\$1,453 miles), mostrando una ligera variación del -11.69%. Esto influyó en una leve desmejora en los indicadores de rentabilidad. Ubicando al ROA en 32.9%, ligeramente inferior al 34.6% del período anterior. Asimismo, el ROE se ubicó en 47.2%, evidenciando una disminución del 3.4 p.p. respecto a 2019 (50.6%). No obstante, los indicadores siguen mostrando niveles sólidos de rentabilidad.

**ROA Y ROE (%)**

Rentabilidad	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-19	dic-20
ROA	34.4%	34.6%	28.8%	34.6%	34.6%	32.9%
ROE	50.6%	49.9%	49.1%	50.6%	50.6%	47.2%

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

**Análisis del Originador****Descripción del municipio**

San Salvador es un municipio de El Salvador, perteneciente al departamento de San Salvador. Dicho departamento está compuesto por 19 municipios, siendo la cabecera de éste el municipio de San Salvador. Está limitado al norte por Cuscatancingo, Mejicanos y Nejapa; al este por Soyapango, Ciudad Delgado y San Marcos; al sur por San Marcos y Panchimalco y al oeste por Antiguo Cuscatlán y Santa Tecla.

De acuerdo con la última publicación realizada por la Dirección General de Estadísticas y Censos (DIGESTYC), en la Encuesta de Hogares y Propósitos Múltiples de 2019 (EHPM), la municipalidad forma parte de la Región del Área Metropolitana de San Salvador (AMSS), que cuenta con 1,807,538 habitantes (46.7% hombres – 53.3% mujeres) reflejando un crecimiento poblacional de 0.6% respecto a 2018. Por lo anterior, la densidad poblacional a 2019 fue de 2040 habitantes por km<sup>2</sup> (2028 habitantes por km<sup>2</sup>).

El AMSS es el área más desarrollada del país, estando completamente urbanizada y concentrando la zona empresarial más importante y grande del país al contar con las principales empresas comerciales, industriales y proveedoras de servicios. Derivado de lo anterior, se destaca que la tasa de desempleo sea del 6.5% (5.9% en 2018), situándose levemente por encima del promedio nacional (6.3%), asimismo, el desarrollo industrial y comercial que posee el área resulta de una necesidad que su población se encuentre preparada para suplir la necesidad de personal de estas empresas, es por ello que la tasa de escolaridad promedio del AMSS se sitúa en 9.2 grados (8.9 grados en 2018) superior al 7.1 grados alcanzados como promedio nacional.

En relación con lo anterior, el AMSS cuenta además con el promedio de ingresos por hogar más alto del país con US\$820.08 mensuales (US\$761.69 mensuales por hogar en 2018), mientras que el promedio nacional fue de US\$619.90 mensuales, adicionalmente se estima que el promedio de remesas recibidas por hogar equivale a US\$185.71 mensuales. Resultado de ello, los niveles de pobreza son los más bajos del país con un 15.4% del total de la población del AMSS, de estos solo el 2.0% vive en condición de pobreza extrema, mientras que a nivel nacional el nivel de pobreza fue de 22.8% y un 4.5% considerado como población en pobreza extrema.

De acuerdo con el último informe publicado por la Agencia de Los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID), sobre "Índice de Competitividad Municipal 2013, El Salvador", el municipio de San Salvador se situó en el número 8, de 108 municipalidades de El Salvador. En dicho estudio se pretende medir el clima de negocios a través de características tales como la transparencia, tasas e impuestos, Proactividad, Regulaciones Municipales, entre otras. Cabe destacar que el municipio de San Salvador obtuvo un valor arriba del promedio en relación con la ponderación de transparencia, es decir, el grado de la apertura a proveer acceso a información y la previsibilidad de cambios a regulaciones que afecten los negocios en el municipio y de igual forma al valor de los servicios municipales en relación con los servicios que la municipalidad proporciona al sector privado. El municipio de San Salvador es totalmente urbanizado yicho municipio tiene una economía mayormente comercial, la cual se basa en la fabricación de productos alimenticios, bebidas gaseosas, y refrescos, tejidos, prendas de vestir, artículos de cuero, muebles de madera, etc.

**Gobierno Corporativo****Concejo Municipal**

En El Salvador por disposiciones constitucionales los municipios se rigen por un concejo formado por un alcalde (elegido por voto libre y directo cada tres años, con opción a ser reelegido), un Síndico y dos o más Regidores cuyo número varía en proporción a la población del municipio.

En el caso de San Salvador, a diciembre de 2020 es gobernado por el alcalde Ernesto Luis Muyschondt. Le acompañan un síndico, doce concejales propietarios, cuatro concejales suplentes y un secretario; todos comenzaron labores el 1ro. de mayo de 2018. Las funciones y facultades de este gobierno están enmarcadas dentro de la normativa del Código Municipal.

#### CONCEJO MUNICIPAL

Nombre	Cargo
Ernesto Luis Muyschondt García-Prieto	Alcalde Municipal
Gloria de Oñate	Síndico municipal
Francisco Rivera	1º Regidor propietario
Miguel Azucena	2º Regidor propietario
German Muñoz	3º Regidor propietario
Arlyn Rivas	4º Regidor propietario
Eduardo Quiñonez	5º Regidor propietario
Michelle Linares	6º Regidor propietario
René Ayala	7º Regidor propietario
Cecilio Sibrian	8º Regidor propietario
Gabriela Vásquez	9º Regidor propietario
Rodolfo Pérez	10º Regidor propietario
Edgar Castillo	11º Regidor propietario
Yesenia Hernández	12º Regidor Propietario
Christian Aparicio	1º Regidor suplente
Luisa Corpeño	2º Regidor suplente
Carlos Vargas	3º Regidor suplente
Juan Maldonado	4º Regidor suplente

*Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR*

#### Administración de Riesgo

La alcaldía de San Salvador cuenta con un Reglamento de Normas Técnicas de Control Interno Especificas de la Municipalidad de San Salvador como una herramienta cuyo propósito es facilitar a los funcionarios los mecanismos para identificar, valorar y minimizar los riesgos a los que constantemente están expuestos y de esta manera, contribuir a elevar la productividad y a garantizar la eficiencia y la eficacia en los procesos organizacionales, permitiendo definir estrategias de mejoramiento continuo, brindándole un manejo sistémico a la entidad. De igual manera permite fortalecer el sistema de control interno.

Dicho Reglamento contiene las siguientes normas con el fin de llevar a cabo un adecuado seguimiento de riesgos:

- Normas técnicas de control interno
- Normas relativas al ambiente de control
- Normas relativas a la valoración de riesgos
- Normas relativas a las actividades de control
- Normas relativas a la información y comunicación
- Normas relativas al monitoreo

En opinión de PCR, la Comuna muestra un desempeño aceptable respecto a la Gestión Integral de Riesgos y el cumplimiento de las políticas y procedimientos.

Adicionalmente la municipalidad presentó el “Plan de Gestión de Riesgos para la Reactivación de Trámites y Servicios Municipales en el Marco de la Emergencia por COVID-19” donde se establecen todas las políticas y medidas a tomar para mitigar los contagios de la enfermedad, además de la implementación de las medidas a tomarse con la finalidad de continuar brindando los servicios necesarios a la población, u otros servicios adicionales que se requieran brindar durante la emergencia.

El plan espera generar las condiciones sanitarias adecuadas, según lo establecido por los protocolos y disposiciones de promoción de salud, con el fin de contar con personal capacitado y organizado para contribuir a que las diferentes actividades productivas se desarrollen de manera adecuada para dinamizar la economía de la ciudad. Algunos programas que han sido ejecutados por la alcaldía incluyen la desinfección de mercados, centros poblacionales, suministro de mascarillas y alcohol gel al personal, ajustar los horarios de atención junto a la aplicación de la modalidad de teletrabajo, además de haber realizado un cordón sanitario temporal en el Centro Histórico de San Salvador.

La población más afectada fue beneficiada con la entrega de canastas solidarias con el fin de paliar las necesidades que derivaron de la restricción de movilidad, que pudo limitar la obtención de ingresos de las familias. Este gasto y los mencionados en el párrafo anterior, se realizaron entre los meses de marzo y abril sumando US\$2.02 millones, según lo establece documento de “Listado de Compras en Emergencia COVID-19” publicado el mes de junio en el portal de transparencia de la alcaldía. Asimismo, se benefició a la población con la condonación de pago de mora de impuestos atrasados si estos realizaban sus pagos antes del 31 de mayo de 2020, además de brindarles un plan de pago hasta 8 meses plazo.

#### Análisis Financiero del Originador

##### Naturaleza de las prácticas contables y su impacto sobre los documentos contables y financieros

Las alcaldías están sujetas a cumplir con la normativa establecida por el Ministerio de Hacienda de acuerdo con su Sistema de Administración Financiera Integrado (SAFI), en cumplimiento con la Ley Orgánica de Administración Financiera (AFI). Utilizando el “Sistema de Contabilidad Gubernamental” para el óptimo funcionamiento de las instituciones estatales y descentralizadas, así como ser un mecanismo fundamental para la transparencia de obtención de la información contable.

##### Análisis de Resultados

Al diciembre 2020, los ingresos de la alcaldía sumaron US\$ 148.68 millones, reflejando una reducción del 13.52% (-US\$23.45 millones) respecto a diciembre 2019. Los ingresos más afectados fueron aquellos que provienen del cobro de tasas municipales de bienes y servicios brindados, con una reducción del 8.77% (US\$5.43 millones), a

consecuencia de menores servicios de certificación de documentos, derechos, mercados y aseo público. A nivel de recaudación, los ingresos tributarios presentaron una moderada disminución del 3.33% (US\$0.55 millones), derivado de menores impuestos pagados por empresas. Lo anterior es resultado de las medidas adoptadas para gestionar la emergencia por COVID-19, lo cual impactó directamente en los ingresos de empresas y personas naturales.

Respecto al resto de los ingresos, las transferencias corrientes recibidas, junto a las actualizaciones y ajustes presentaron una reducción del 34.67% y 67.26%, respectivamente (US\$14.85 millones en conjunto), afectados por menores transferencias entre dependencias y ajustes de ejercicios anteriores.

La Alcaldía de San Salvador ha presentado un crecimiento promedio en sus ingresos del 10.68% en los últimos cinco años (2016 – 2020), a nivel operacional estuvo apoyado por los aumentos graduales en la recaudación de tributos y de las tasas municipales, en especial por el alumbrado, manejo de desechos y permisos municipales, aunado a las transferencias corrientes recibidas por parte de las otras dependencias.

#### INGRESOS DE GESTIÓN (EN MILES US\$)

Componentes	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos Tributarios	12,599	12,849	13,479	13,693	14,482	13,965	13,416
Ingresos Financieros y otros	83	92	1,014	193	94	69	45
Ingresos por transferencias corrientes recibidas	7,504	11,318	41,965	28,732	24,918	63,323	57,903
Ingresos por transferencias de capital recibidas	8,719	8,810	8,688	8,869	9,716	10,587	13,593
Ingresos por venta de bienes y servicios	43,806	46,997	45,981	45,492	57,764	61,937	56,502
Ingresos por actualizaciones y ajustes	1,258	23,181	8,629	955	1,743	22,044	7,216
<b>Total Ingresos de Gestión</b>	<b>73,968</b>	<b>103,247</b>	<b>119,757</b>	<b>97,935</b>	<b>108,718</b>	<b>171,925</b>	<b>148,675</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

Al período de análisis, los costos y gastos de la alcaldía totalizaron US\$127.32 millones, mostrando una disminución interanual del 13.56% (-US\$19.98 millones); a nivel de gastos propios se observa un aumento del 17.9% (US\$2.81 millones) en bienes de consumo y servicios, aunado al incremento de 9.5% de los gastos de personal. Estos gastos crecieron como resultado de las acciones tomadas por la municipalidad para la compra de bienes de aseo, programa de canasta básica para la población durante la restricción de libre movilidad, así como el pago al personal permanente que colabora con estos programas.

Por el lado de los gastos por las actualizaciones y ajustes, estos reportaron una contracción de 70.4% (-US\$15.47 millones), estas cuentas se vieron afectadas por la reclasificación de gastos en facturas de proveedores, los cuales fueron pagados con una fuente diferente en años anteriores.

Desde el 2016 hasta 2020, los costos y gastos de la alcaldía crecieron en promedio 6.57%, a consecuencia del mayor gasto en bienes de consumo y servicios, y por los desembolsos para inversiones públicas. De manera ocasional los gastos en transferencias otorgadas han presionado los costos y gastos al alza.

#### GASTOS DE GESTIÓN (EN MILES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Gastos de inversiones públicas	12,069	3,614	5,919	1,716	1,922
Gastos de personal	24,356	23,308	24,934	27,491	30,095
Gastos en bienes de consumo y servicios	22,860	26,065	26,180	15,688	18,496
Gastos de bienes capitalizables	263	397	127	69	55
Gastos financieros y otros	5,870	5,278	5,801	6,867	8,385
Gastos de transferencias otorgadas	38,525	29,624	30,933	72,992	58,095
Costo de ventas y cargos calculados	1,803	2,041	494	504	3,771
Gastos de actualizaciones y ajustes	1,260	537	483	21,973	6,501
<b>Total Gastos de Gestión</b>	<b>107,004</b>	<b>90,865</b>	<b>94,871</b>	<b>147,300</b>	<b>127,321</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador/ Elaboración: PCR

De lo anterior, se observa un resultado operativo por US\$28.98 millones, menor en un 7.57% respecto a diciembre 2019 (-US\$2.37 millones), causado por una disminución importante en los ingresos, principalmente en los ingresos de tasas por servicios municipales y tributos. Por otra parte, los ingresos financieros totalizaron únicamente US\$0.05 millones en intereses devengados, mientras que los gastos financieros del período fueron por US\$8.39 millones, presentando un incremento del 22.1% (US\$1.52 millones) a consecuencia del aumento de intereses de endeudamiento interno, principalmente por las operaciones de titularización y la ampliación de las primas, gastos por seguros y comisiones. Ante dicho comportamiento, el resultado neto del ejercicio registró un excedente por US\$21.35 millones, menor en 13.28% (-US\$3.27 millones) en relación con el período pasado, aunado al incremento de los gastos en bienes de consumo y servicios.

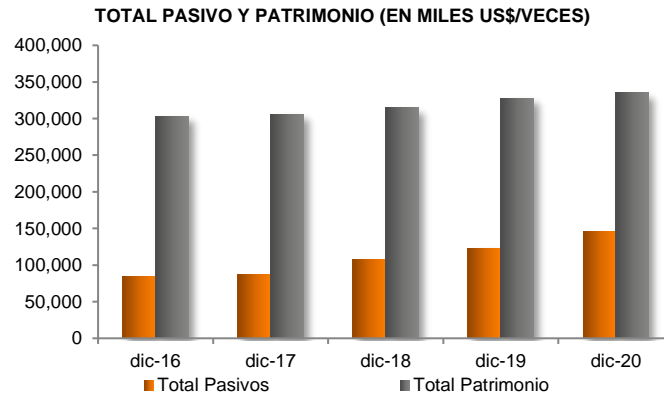
#### Necesidades de financiamiento

La tasa promedio de crecimiento de los pasivos desde el período de 2016 hasta 2020 ha sido de 13.05%, a consecuencia de la expansión del endeudamiento interno, en menor medida influenciado por el incremento de los acreedores financieros y depósitos de terceros.

A diciembre 2020, los pasivos totalizan los US\$145.28 millones, reflejando un aumento del 18.32% (+US\$22.49 millones), causado por la adquisición de la nueva deuda con terceros que ha incrementado en 10.80% (+US\$10.65 millones), a consecuencia del aumento de acreedores financieros en 256.9% (+US\$13.22 millones), los cuales fueron presionados por las cuentas por pagar originadas por la compra de bienes de consumo, transferencias corrientes adeudadas, entre otros.

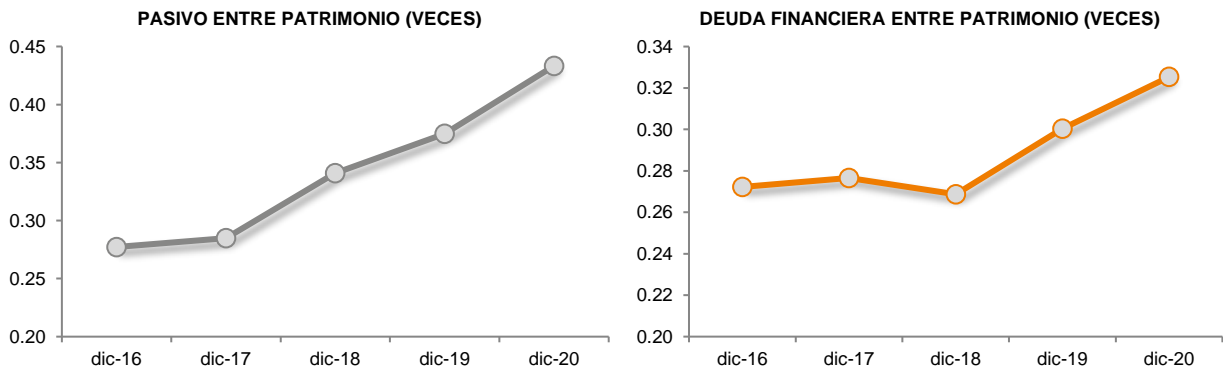
Respecto al patrimonio, la alcaldía registró los US\$335.32 millones, evidenciado un crecimiento interanual del 2.35% (US\$7.69 millones), apoyado por la acumulación de los resultados anteriores y en menor medida por el aumento de

las donaciones y legados de bienes. Asimismo, el crecimiento promedio de los últimos cinco años del patrimonio se ubica en 23.15%, derivado de la acumulación de utilidades de ejercicios anteriores.



Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

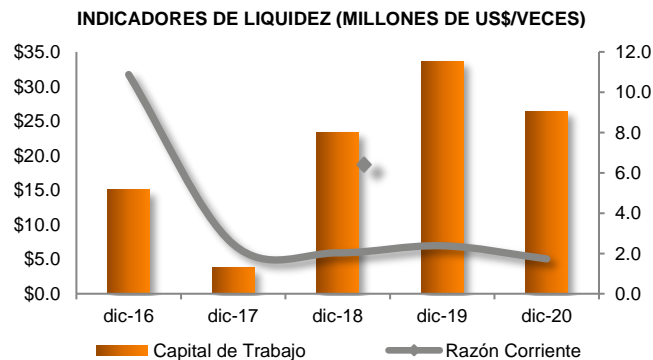
Al período de análisis, como resultado del incremento de los pasivos de la alcaldía, principalmente por el aumento de los acreedores financieros y monetarios, la solvencia de la municipalidad resultó afectada incrementado su indicador de endeudamiento patrimonial, ubicándose en 0.44 veces, mayor al 0.37 veces reportado en diciembre 2019. Por otra parte, al tomar en cuenta solo la deuda financiera y ser relacionarla con el patrimonio, ésta muestra un indicador de 0.33 veces, reflejando un ligero incremento en comparación al 0.30 veces de diciembre 2019. Pese a dicho comportamiento, el municipio respalda de manera suficiente al total de las obligaciones.



Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### Análisis de Liquidez

Al 31 de diciembre de 2020, el ratio de liquidez (que mide la capacidad de cubrir sus obligaciones menores a un año con sus activos corrientes) fue de 1.73 veces, siendo menor en 0.65 veces a lo reportado a diciembre 2019 (2.38 veces); por su parte, el capital de trabajo disponible para la alcaldía fue de US\$26.44 millones, reduciéndose en US\$7.20 millones respecto al reportado el período pasado (US\$33.64 millones). Ambos indicadores fueron afectados por el incremento de los acreedores monetarios, no obstante, la alcaldía continúa disponiendo de liquidez necesaria para cubrir las obligaciones de corto plazo.

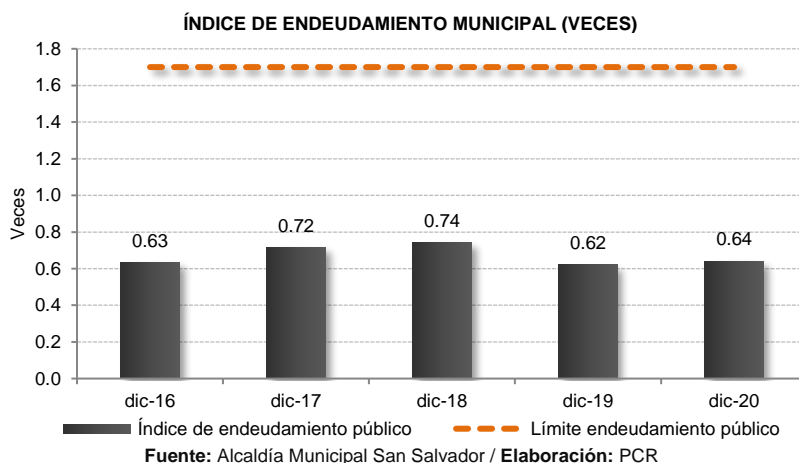


Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### Índice de endeudamiento municipal

Acorde al artículo 5 de la Ley Reguladora de Endeudamiento Municipal, el límite de endeudamiento público municipal no deberá ser mayor a 1.7 veces. El límite de endeudamiento público municipal estará determinado por la siguiente relación: saldo deuda pública municipal sobre ingresos operacionales del ejercicio fiscal anterior.

- La deuda pública municipal son todos aquellos créditos adquiridos (deuda generadora de intereses) definida en la cuenta del Balance General como Endeudamiento Interno y Endeudamiento Externo cuyos vencimientos sean mayores de un año.
- Ingreso operacional<sup>4</sup>, los ingresos corrientes más las transferencias del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios (FODES).



Al 31 de diciembre de 2020, el ratio de endeudamiento público municipal fue de 0.64 veces, ligeramente superior al reportado en diciembre 2019 (0.62 veces); el comportamiento obedece a la reducción que presentaron los ingresos operacionales, principalmente la tasas municipales e ingresos tributarios.

### Reestructuración de la emisión

El país entró en Estado de Emergencia Nacional por COVID-19, a través de la aprobación de los Decretos Legislativos N°593 y 594, que incluía la aprobación de la Ley de Restricción Temporal de Derechos Constitucionales concretos para tender la pandemia, estas medidas buscaban reducir el número de contagios al limitar la movilidad de personas, esto afectando el ámbito económico, debido a que diversas empresas debían parar su producción o venta de bienes o servicios. Como medida paliativa al impacto económico, se aprobó el Decreto Legislativo N°601 donde se aplica el diferimiento de pago de facturas de servicios de agua, energía eléctrica y telecomunicaciones, esto último es influyente para la colecturía de los Fondos de Titularización de la alcaldía, generando una mora.

En respuesta a la disminución de los ingresos percibidos mediante la colecturía de tasas municipales, realizadas por CAESS y DELSUR, se decidió realizar una reestructuración en abril de 2020 para la emisión de los Fondos de Titularización de la Alcaldía de San Salvador Cero Tres (FTHVAMS03), a través de la modificación de los contratos de titularización, cesión y administración y los convenios de las cuentas colectoras correspondientes a las OIP's.

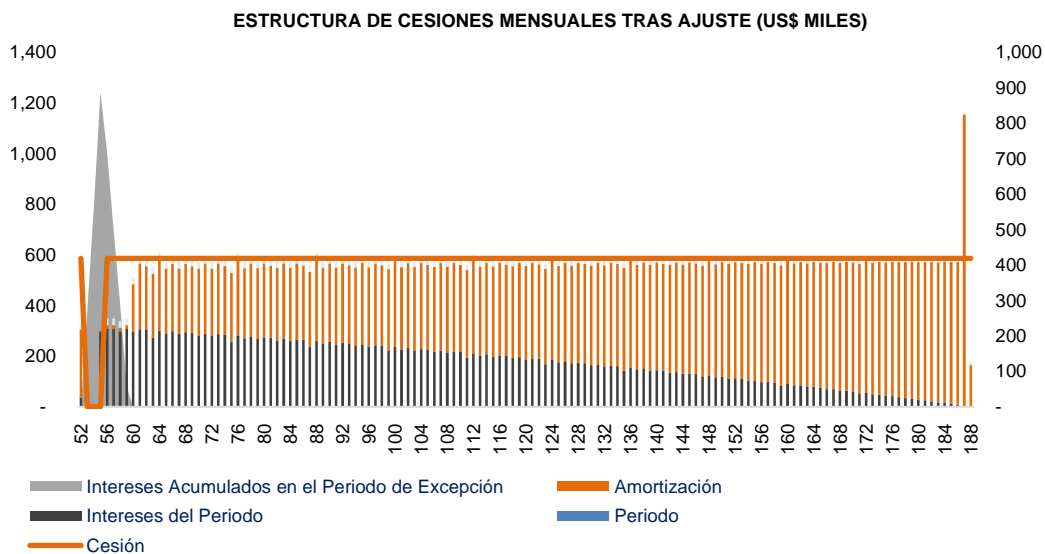
La reestructuración posee un "Período de Excepción" correspondiente a los meses de abril, mayo y junio, donde no se pagó ni capital, ni intereses a los Tenedores de los Valores de Titularización, tras el acuerdo de la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores celebrada el 8 de abril de 2020. Además, posee un período de Restitución correspondiente a los cinco meses posteriores (julio-noviembre) en el cual se pagaron los costos y gastos adeudados a terceros y comisiones de la Sociedad Titularizadora, estos incluyeron el pago de intereses acumulados no pagados y su compensación.

Mes	Estructura original				Estructura modificada				
	Cuota	Cesión	Capital	Intereses	Cesión	interés acumulado	interés del Período	Amortización	Costos y Gastos
ene-20	50	\$586,000	\$246,213	\$311,946	\$586,000	\$0	\$311,946	\$246,213	\$27,093
feb-20	51	\$586,000	\$247,808	\$310,411	\$586,000	\$0	\$310,411	\$247,808	\$26,987
mar-20	52	\$586,000	\$270,637	\$289,098	\$586,000	\$0	\$289,098	\$270,637	\$25,473
abr-20	53	\$586,000	\$250,900	\$307,536	\$0	\$273,490	\$35,811	\$0	\$26,559
may-20	54	\$586,000	\$262,971	\$296,269	\$0	\$574,673	\$0	\$0	\$25,863
jun-20	55	\$586,000	\$253,964	\$304,686	\$0	\$887,922	\$0	\$0	\$26,557
jul-20	56	\$586,000	\$265,955	\$293,495	\$586,000	\$713,625	\$297,587	\$15,000	\$26,063
ago-20	57	\$586,000	\$257,065	\$301,803	\$586,000	\$499,283	\$307,424	\$15,000	\$26,757
sep-20	58	\$586,000	\$258,598	\$300,378	\$586,000	\$283,551	\$307,341	\$15,000	\$26,751
oct-20	59	\$586,000	\$270,466	\$289,301	\$586,000	\$56,441	\$297,346	\$15,000	\$26,045
nov-20	60	\$586,000	\$261,753	\$297,445	\$586,000	\$0	\$307,174	\$188,374	\$26,738
dic-20	61	\$586,000	\$273,537	\$286,445	\$586,000	\$0	\$296,255	\$260,785	\$25,961

<sup>4</sup> Calculados como Ingresos corrientes + Transferencias de Capital del Sector Público expresados en el estado de clasificación económica de ingresos de la alcaldía municipal de San Salvador, con base al procedimiento determinado por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental.



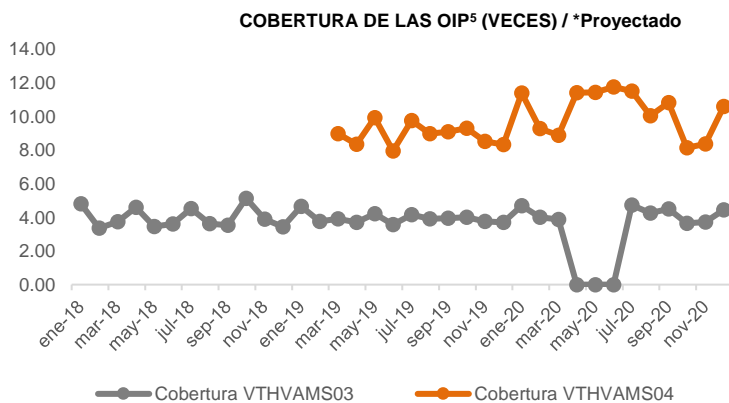
Asimismo, la emisión cuenta con un ajuste en el plazo de la emisión, pasado de 180 cuotas mensuales, hasta un total de 188 cuotas, de igual manera la cuenta restringida deberá cubrir y cumplirse durante las 8 cuotas nuevas, y esta mantendrá un monto no menor a un millón ciento setenta y dos mil dólares (US\$1.172 millones), equivalente a dos cuotas mensuales próximas. Cabe destacar que durante la reestructuración se acordó mantener las tres órdenes irrevocables de pago suscritas con ISDEM para el traslado de fondos provenientes del FODES, así como de CAESS y DELSUR por la recolección de tasas municipales.



## Cobertura de la emisión

### Cobertura de OIP respecto a la cesión.

Como se mencionó anteriormente, se esperaba que la cobertura de las Ordenes Irrevocables de Pago mostraran un nivel de recaudación más bajo como resultado del decreto N°601 que difiere el pago de tres cuotas mensuales de los servicios básicos, esto influiría en la recaudación de las tasas municipales cobradas por CAESS y DEL SUR. No obstante, la recaudación no presenta una reducción considerable, además de verse apoyada por la reestructuración del Fondo de Titularización para la Alcaldía de San Salvador Cero Tres (FTHVAMS03). Cada cobertura ha sido ajustada descontándose la deuda según la prelación de pago.

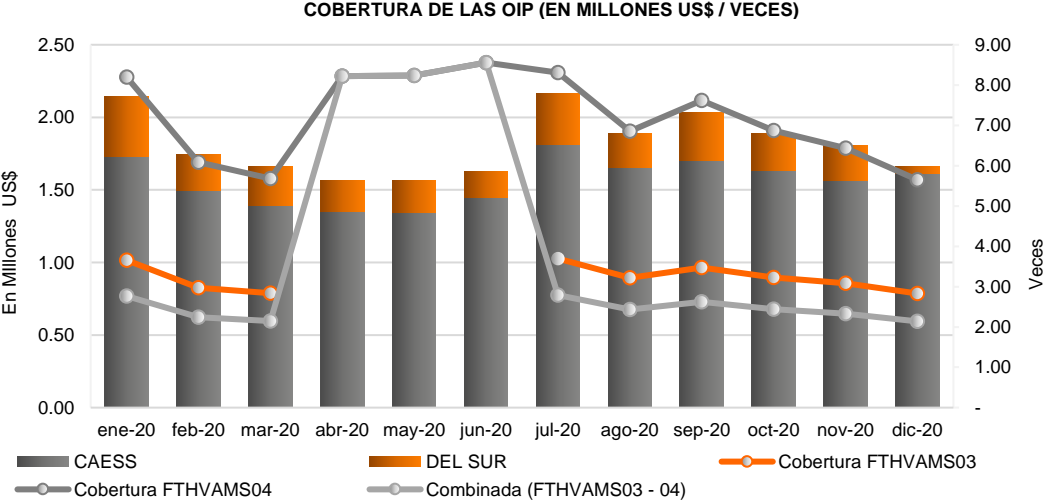


El establecimiento de una Orden Irrevocable de Pago (OIP) asegura el traslado y custodia de los fondos obtenidos a través de la cesión. En este sentido los ingresos recaudados por las OIP sumaron US\$21.75 millones a diciembre de 2020, con una leve reducción del 2.24%, debido a la disminución de lo recaudado por las distribuidoras eléctricas CAESS y DELSUR que se vieron afectadas por el Decreto Legislativo N°601 para el diferimiento de pagos de servicios básicos. Adicionalmente, las transferencias por FODES presentaron un incremento, debido al crecimiento de los ingresos corrientes netos del presupuesto general, aunado a la aprobación del aumento del 2% de la asignación de estos recursos, pasando de un 8% hasta un 10% de los ingresos anteriormente mencionados.

A pesar de la leve disminución en la recaudación de ingresos por parte de CAES y DEL SUR, la alcaldía ha mantenido una adecuada cobertura respecto a los pagos mensuales de sus obligaciones con terceros. En este sentido, debido al período de reestructuración del FTHVAMS03, la cobertura resultó en 4.12 veces, ubicándose en mejor posición respecto al período pasado (3.16 veces), dicho comportamiento fue motivado por la reestructuración del fondo de titularización, especialmente por el período de gracia el cual consta de tres meses (abril a mayo 2020).

<sup>5</sup> El cálculo de las coberturas se ha realizado con base al descuento según la prelación de pago para mostrar una cobertura con flujos más ciertos.

Por su parte, al considerar la prelación de pagos de la anterior emisión, la cobertura sobre los ingresos de colectores del FTHVAMS04 se ubicó en 7.23 veces, beneficiada por el período de gracia de la emisión FTHVAMS03 y en menor proporción por los flujos cedidos mensualmente. Al considerar ambas emisiones, la cobertura combinada sobre la recaudación de CAEES y DEL SUR resultó en 2.88 veces al cierre de 2020.



Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

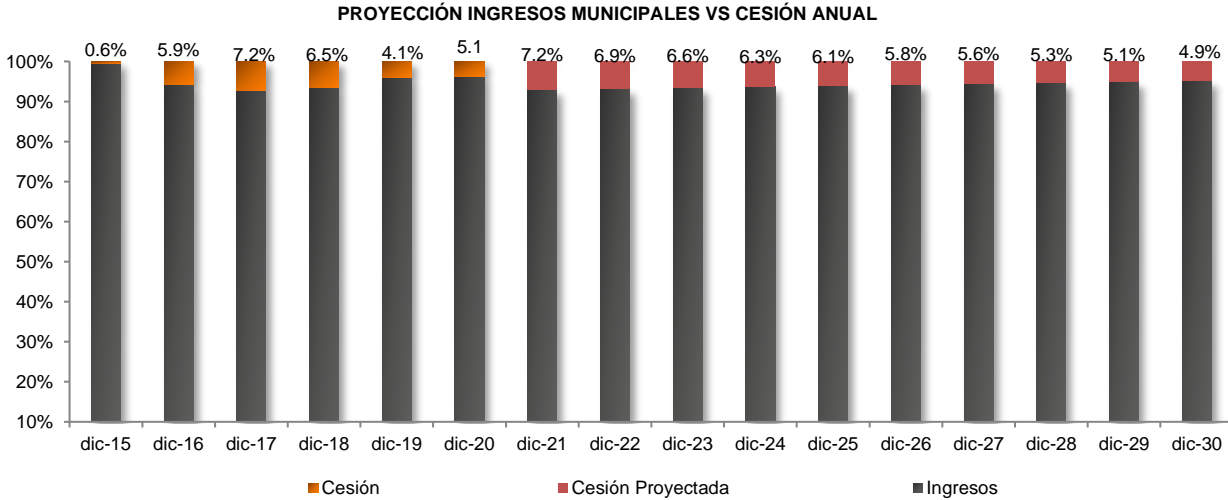
Al 31 de diciembre 2020, el monto de las cesiones mensuales acumuladas para los VTHVAMS03 se redujo debido a la reestructuración en el período de excepción, debido a los efectos generados por la pandemia por COVID-19 en la recaudación de impuestos de la municipalidad. Por otro lado, los VTHVAMS04 no presentaron ninguna variación en su estructura, sin embargo la cobertura es menor debido a que la emisión salió al mercado en marzo 2019, pagando únicamente US\$1.71 millones durante ese mismo año, mientras que al cierre de 2020 se pagó US\$7.23 millones.

**Fondo de Titularización VTHVAMS03**

La Alcaldía Municipal de San Salvador pretende ceder los derechos sobre los flujos financieros futuros provenientes de todos los ingresos percibidos para obtener financiamiento de US\$61.99 millones los cuales son utilizados en la Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos de conformidad con el Artículo cinco de la Ley de Creación del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios de El Salvador (FODES).

El monto anual que la Alcaldía Municipal de San Salvador deberá destinar al Fondo de Titularización para cumplir con la titularización será de US\$7.03 millones. De acuerdo con las estimaciones realizadas, la cesión anual para el quinto año será de 7.51%, siendo este el período de más alta participación de la cesión en relación con los ingresos

A la fecha de análisis, se han pagado sesenta y un cuotas de la emisión, equivalentes a un monto cedido de US\$33.99 millones. Asimismo, la cesión anual fue de US\$5.27 millones, afectado por los tres meses del período de gracia, este monto representa el 5.1% del total de los ingresos a diciembre 2020. Asimismo, la proyección al cierre de 2020 se vio afectada por la reestructuración debido a que el monto de cesión anual pasó de US\$7.03 millones a US\$5.27 millones.



Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

## Estados Financieros No Auditados de Alcaldía San Salvador

### ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (EN MILES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Fondos</b>	<b>4,105.87</b>	<b>3,732.85</b>	<b>44,620.50</b>	<b>57,190.61</b>	<b>61,600.57</b>
Disponibilidades	1,597.20	596.44	871.21	2,287.79	2,345.35
Anticipos de Fondos	2,508.67	3,136.42	2,783.05	3,271.02	3,754.77
Deudores Monetarios	0.00	0.00	40,966.24	51,631.81	55,500.45
<b>Inversiones Financieras</b>	<b>287,333.33</b>	<b>294,106.49</b>	<b>280,149.80</b>	<b>296,132.61</b>	<b>326,381.76</b>
Inversiones Temporales	11,500.00	1,500.00	500.00	0.00	0.00
Inversiones Permanentes	364.07	364.07	364.07	364.07	364.27
Inversiones en Préstamos, Corto Plazo	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Inversiones en Préstamos, Largo Plazo	12.73	12.73	12.73	12.73	12.73
Deudores Financieros	275,247.04	292,054.19	279,097.50	292,400.93	322,627.32
Inversiones Intangibles	209.48	175.50	175.50	3,354.88	3,377.43
<b>Inversiones en Existencias</b>	<b>929.64</b>	<b>1,117.61</b>	<b>939.04</b>	<b>803.31</b>	<b>1,036.67</b>
Inversiones Institucionales	929.64	1,117.61	939.04	803.31	1,036.67
<b>Inversiones en Bienes de Uso</b>	<b>93,159.73</b>	<b>90,375.60</b>	<b>91,244.07</b>	<b>90,688.09</b>	<b>86,508.64</b>
Bienes depreciables	40,666.71	37,882.58	38,751.05	38,195.06	33,634.86
Bienes no depreciables	52,493.02	52,493.02	52,493.02	52,493.02	52,873.77
<b>Inversiones en Proyectos y Programas</b>	<b>1,819.51</b>	<b>3,572.48</b>	<b>4,682.99</b>	<b>5,608.25</b>	<b>5,084.14</b>
Inversiones en bienes privados	1,663.51	3,381.20	4,578.39	4,593.31	4,596.40
Inversiones de uso Público y Desarrollo	156.00	191.27	104.60	1,014.94	487.74
<b>Total Activos</b>	<b>387,348.07</b>	<b>392,905.04</b>	<b>421,636.40</b>	<b>450,422.88</b>	<b>480,611.77</b>
<b>Deuda Corriente</b>	<b>1,520.20</b>	<b>2,581.32</b>	<b>22,693.18</b>	<b>24,351.87</b>	<b>36,195.11</b>
Depósitos de Terceros	1,520.20	2,581.32	2,835.67	4,340.74	5,943.07
Acreedores Monetarios	0.00	0.00	19,857.51	20,011.13	30,252.04
<b>Financiamiento de Terceros</b>	<b>82,563.49</b>	<b>84,560.89</b>	<b>84,492.49</b>	<b>98,436.11</b>	<b>109,089.91</b>
Endeudamiento Interno	57,879.46	69,296.87	79,346.22	93,292.00	90,728.40
Endeudamiento Externo	12,017.14	0.00	0.00	0.00	0.00
Acreedores Financieros	12,666.89	15,264.01	5,146.27	5,144.11	18,361.51
<b>Total Pasivos</b>	<b>84,083.69</b>	<b>87,142.21</b>	<b>107,185.68</b>	<b>122,787.98</b>	<b>145,285.02</b>
Patrimonio Municipalidades	9,682.51	9,701.04	9,701.04	9,701.04	9,701.04
Donaciones y Legados de Bienes	39,251.90	39,251.90	39,251.90	40,197.59	40,197.59
Resultado Ejercicios Anteriores	193,474.85	208,454.81	210,336.39	211,680.76	222,691.56
Resultado Ejercicio Corriente	12,753.21	7,070.49	0.00	0.00	0.00
Superávit por Revaluación	48,255.78	41,438.46	41,438.46	41,438.46	41,438.46
Detrimiento Patrimonial	-153.86	-153.86	-123.31	-56.47	-56.47
Resultado Ejercicio	0.00	0.00	13,846.25	24,673.52	21,354.58
<b>Total Patrimonio</b>	<b>303,264.38</b>	<b>305,762.83</b>	<b>314,450.72</b>	<b>327,634.89</b>	<b>335,326.75</b>
<b>Total Patrimonio + Pasivo</b>	<b>387,348.07</b>	<b>392,905.04</b>	<b>421,636.40</b>	<b>450,422.88</b>	<b>480,611.77</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### ESTADO DE RENDIMIENTO ECONÓMICO (EN MILES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos Tributarios	13,479.13	13,693.25	14,482.49	13,964.94	13,415.81
Ingresos Financieros y otros	1,014.40	193.45	94.28	69.50	45.40
Ingresos por transferencias corrientes recibidas	41,964.94	28,732.21	24,917.98	63,323.13	57,902.86
Ingresos por transferencias de capital recibidas	8,688.35	8,868.96	9,715.64	10,586.78	13,592.85
Ingresos por venta de bienes y servicios	45,981.24	45,492.19	57,764.40	61,936.89	56,502.26
Ingresos por actualizaciones y ajustes	8,629.41	955.13	1,742.75	22,044.11	7,216.31
<b>Total Ingresos de Gestión</b>	<b>119,757.48</b>	<b>97,935.17</b>	<b>108,717.55</b>	<b>171,925.35</b>	<b>148,675.49</b>
Gastos de inversiones publicas	12,068.89	3,613.95	5,919.16	1,716.33	1,921.89
Gastos de personal	24,355.76	23,308.48	24,933.98	27,491.43	30,095.06
Gastos en bienes de consumo y servicios	22,859.50	26,064.94	26,179.72	15,687.85	18,495.81
Gastos de bienes capitalizables	263.09	397.40	127.12	69.03	55.28
Gastos financieros y otros	5,869.67	5,278.22	5,800.67	6,866.64	8,385.17
Gastos de transferencias otorgadas	38,525.18	29,623.95	30,933.04	72,991.89	58,095.02
Costo de ventas y cargos calculados	1,802.60	2,040.81	494.28	504.00	3,771.26
Gastos de actualizaciones y ajustes	1,259.57	536.94	483.32	21,972.83	6,501.42
<b>Total Gastos de Gestión</b>	<b>107,004.27</b>	<b>90,864.68</b>	<b>94,871.30</b>	<b>147,300.00</b>	<b>127,320.91</b>
<b>Total Resultados del período</b>	<b>12,753.21</b>	<b>7,070.49</b>	<b>13,846.25</b>	<b>24,625.35</b>	<b>21,354.58</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### ESTADO DE RENDIMIENTO ECONÓMICO (EN MILES US\$)

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
Ingresos Operacionales	110,113.66	96,786.60	106,880.52	149,811.74	141,413.78
Costos (Operacionales)	1,802.60	2,040.81	494.28	504.00	3,771.26
Gastos operacionales	98,072.42	83,008.72	88,093.03	117,956.53	108,663.06
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>10,238.64</b>	<b>11,737.07</b>	<b>18,293.21</b>	<b>31,351.21</b>	<b>28,979.45</b>
Ingresos Financieros	1,014.40	193.45	94.28	69.50	45.40
Gastos Financieros	5,869.67	5,278.22	5,800.67	6,866.64	8,385.17
Actualizaciones y Ajuste neto	7,369.84	418.19	1,259.43	71.28	714.89
<b>Utilidad Neta</b>	<b>12,753.21</b>	<b>7,070.49</b>	<b>13,846.25</b>	<b>24,625.35</b>	<b>21,354.58</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

**INDICADORES FINANCIEROS**

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Liquidez</b>					
Razón Corriente	10.88	2.46	2.03	2.38	1.73
Capital de Trabajo	15,015.30	3,769.14	23,366.35	33,642.06	26,442.13
<b>Endeudamiento</b>					
Índice de endeudamiento público	0.81	0.88	0.82	0.67	0.71
Límite endeudamiento público	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
<b>Solvencia</b>					
Pasivo Total / Patrimonio	0.28	0.28	0.34	0.37	0.43
Deuda Financiera / Patrimonio	0.27	0.28	0.27	0.30	0.33
<b>Márgenes</b>					
Utilidad Operativa	10,238.64	11,737.07	18,293.21	31,351.21	28,979.45
Utilidad Neta	12,753.21	7,070.49	13,846.25	24,625.35	21,354.58

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

**FLUJOS POR CEDER POR EL MUNICIPIO AL FONDO DE TITULARIZACIÓN (EN US\$)**

Período Mensual	Cesión	Período Mensual	Cesión	Período Mensual	Cesión	Período Mensual	Cesión	Período Mensual	Cesión	Período Mensual	Cesión
1	586,000	33	586,000	65	586,000	97	586,000	129	586,000	161	586,000
2	586,000	34	586,000	66	586,000	98	586,000	130	586,000	162	586,000
3	586,000	35	586,000	67	586,000	99	586,000	131	586,000	163	586,000
4	586,000	36	586,000	68	586,000	100	586,000	132	586,000	164	586,000
5	586,000	37	586,000	69	586,000	101	586,000	133	586,000	165	586,000
6	586,000	38	586,000	70	586,000	102	586,000	134	586,000	166	586,000
7	586,000	39	586,000	71	586,000	103	586,000	135	586,000	167	586,000
8	586,000	40	586,000	72	586,000	104	586,000	136	586,000	168	586,000
9	586,000	41	586,000	73	586,000	105	586,000	137	586,000	169	586,000
10	586,000	42	586,000	74	586,000	106	586,000	138	586,000	170	586,000
11	586,000	43	586,000	75	586,000	107	586,000	139	586,000	171	586,000
12	586,000	44	586,000	76	586,000	108	586,000	140	586,000	172	586,000
13	586,000	45	586,000	77	586,000	109	586,000	141	586,000	173	586,000
14	586,000	46	586,000	78	586,000	110	586,000	142	586,000	174	586,000
15	586,000	47	586,000	79	586,000	111	586,000	143	586,000	175	586,000
16	586,000	48	586,000	80	586,000	112	586,000	144	586,000	176	586,000
17	586,000	49	586,000	81	586,000	113	586,000	145	586,000	177	586,000
18	586,000	50	586,000	82	586,000	114	586,000	146	586,000	178	586,000
19	586,000	51	586,000	83	586,000	115	586,000	147	586,000	179	586,000
20	586,000	52	586,000	84	586,000	116	586,000	148	586,000	180	586,000
21	586,000	53	0	85	586,000	117	586,000	149	586,000	181	586,000
22	586,000	54	0	86	586,000	118	586,000	150	586,000	182	586,000
23	586,000	55	0	87	586,000	119	586,000	151	586,000	183	586,000
24	586,000	56	586,000	88	586,000	120	586,000	152	586,000	184	586,000
25	586,000	57	586,000	89	586,000	121	586,000	153	586,000	185	586,000
26	586,000	58	586,000	90	586,000	122	586,000	154	586,000	186	586,000
27	586,000	59	586,000	91	586,000	123	586,000	155	586,000	187	586,000
28	586,000	60	586,000	92	586,000	124	586,000	156	586,000	188	586,000
29	586,000	61	586,000	93	586,000	125	586,000	157	586,000		
30	586,000	62	586,000	94	586,000	126	586,000	158	586,000		
31	586,000	63	586,000	95	586,000	127	586,000	159	586,000		
32	586,000	64	586,000	96	586,000	128	586,000	160	586,000		
<b>TOTAL</b>										<b>108.410.000</b>	

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

**Estados Financieros Auditados de VTHVAMS03**

**BALANCE GENERAL  
FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 03  
(US\$ MILES)**

Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Activo</b>						
<b>Activo corriente</b>	<b>8,138</b>	<b>8,302</b>	<b>8,343</b>	<b>8,399</b>	<b>8,465</b>	<b>8,504</b>
Bancos	1,692	67	58	66	64	70
Cartera de inversiones	0	1,203	1,252	1,301	1,351	1,402
Activos en titularización	6,446	7,032	7,032	7,032	7,050	7,032
<b>Activo no corriente</b>	<b>98,448</b>	<b>90,830</b>	<b>83,798</b>	<b>76,766</b>	<b>69,734</b>	<b>67,390</b>
Activos en titularización largo plazo	98,448	90,830	83,798	76,766	69,734	67,390
<b>Total activo</b>	<b>106,586</b>	<b>99,132</b>	<b>92,141</b>	<b>85,165</b>	<b>78,199</b>	<b>75,894</b>
<b>Pasivo</b>						
<b>Pasivo corriente</b>	<b>13,015</b>	<b>12,118</b>	<b>9,398</b>	<b>3,012</b>	<b>4,133</b>	<b>3,275</b>
Documentos por pagar	10,817	9,575	6,657	0	0	0
Comisiones por pagar	2	1	1	1	1	2
Honorarios profesionales por pagar	5	11	16	22	17	18
Otras cuentas por pagar	104	54	21	4	5	5
Obligaciones por titularización de activos (corto plazo)	2,087	2,478	2,703	2,985	4,110	3,250
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>94,405</b>	<b>88,837</b>	<b>85,413</b>	<b>86,043</b>	<b>79,078</b>	<b>78,615</b>
Obligaciones por titularización de activos (largo plazo)	50,475	47,846	47,833	51,550	47,512	47,081
Ingresos diferidos	43,930	40,991	37,580	34,492	31,566	31,534
Excedente acumulado del fondo de titularización	-834	-1,823	-2,671	-3,889	-5,012	-5,996
Reservas de excedentes anteriores	0	-834	-1,823	-2,671	-3,889	-5,012
Excedentes del ejercicio	-834	-989	-848	-1,218	-1,123	-984
<b>Total pasivo</b>	<b>106,586</b>	<b>99,132</b>	<b>92,141</b>	<b>85,165</b>	<b>78,199</b>	<b>75,894</b>
Patrimonio						
<b>Total pasivo más patrimonio</b>	<b>106,586</b>	<b>99,132</b>	<b>92,141</b>	<b>85,165</b>	<b>78,199</b>	<b>75,894</b>

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

**ESTADO DE RESULTADOS**  
**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 03**  
**(US\$ MILES)**

Componentes	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20
<b>Ingresos</b>						
Ingresos de operación y administración	278	2,939	2,949	2,895	2,893	2,942
Ingresos por inversiones	0	34	49	49	50	52
<b>Total ingresos</b>	<b>278</b>	<b>2,976</b>	<b>2,998</b>	<b>2,958</b>	<b>2,962</b>	<b>2,993</b>
<b>Egresos</b>						
<b>Gastos de administración y operación</b>	<b>543</b>	<b>42</b>	<b>66</b>	<b>101</b>	<b>40</b>	<b>304</b>
Por administración y custodia	82	9	13	19	10	264
Por clasificación de riesgo	35	30	30	30	27	24
Por auditoría externa y fiscal	3	3	3	3	3	3
Por servicios de valuación	403	0	20	50	0	0
Por honorarios profesionales	20	0	0	0	0	12
<b>Gastos financieros</b>	<b>357</b>	<b>3,647</b>	<b>3,513</b>	<b>3,783</b>	<b>3,764</b>	<b>3,653</b>
Intereses valores titularización	357	3,647	3,513	3,783	3,764	3,653
<b>Otros Gastos</b>	<b>213</b>	<b>276</b>	<b>267</b>	<b>292</b>	<b>280</b>	<b>21</b>
Otros gastos	213	276	267	292	280	21
<b>Total gastos</b>	<b>1,113</b>	<b>3,965</b>	<b>3,846</b>	<b>4,177</b>	<b>4,085</b>	<b>3,977</b>
<b>Excedente (déficit) del ejercicio</b>	<b>-834</b>	<b>-989</b>	<b>-848</b>	<b>-1,218</b>	<b>-1,123</b>	<b>-984</b>

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

**Estados Financieros Auditados de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora**

**BALANCE GENERAL**  
**HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA**  
**(US\$ MILES)**

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-19	dic-20
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y sus equivalentes						
Bancos e intermediarios financieros no bancarios	354	143	1,430	666	666	2,543
Inversiones financieras	2,855	2,987	2,395	2,493	2,493	143
Cuentas y documentos por cobrar	766	726	760	879	879	1,045
Cuentas y documentos por cobrar relacionadas.	103	108	91	90	90	92
Rendimientos por cobrar	6	2	3	2	2	19
Impuestos	67	57	60	62	62	54
<b>Activo corriente</b>	<b>4,151</b>	<b>4,023</b>	<b>4,740</b>	<b>4,192</b>	<b>4,192</b>	<b>3,897</b>
Muebles	45	22	9	8	8	10
<b>Activo no corriente</b>	<b>45</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
<b>Total activo</b>	<b>4,196</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>
<b>PASIVO</b>						
Cuentas por pagar	721	486	486	568	568	497
Cuentas por pagar relacionadas	-	-	150	130	130	147
Impuestos por pagar	620	603	590	631	631	544
Dividendos por pagar	-	150	741	-	-	-
<b>Pasivo corriente</b>	<b>1,341</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>1,341</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital	1,165	1,165	1,177	1,177	1,177	1,200
Reservas de capital	233	233	233	235	235	235
<b>Resultados</b>	<b>1,457</b>	<b>1,408</b>	<b>1,372</b>	<b>1,458</b>	<b>1,458</b>	<b>1,284</b>
Resultados acumulados de ejercicios anteriores	13	7	5	5	5	0
Resultados del presente período	1,444	1,401	1,367	1,453	1,453	1,283
<b>Total patrimonio</b>	<b>2,855</b>	<b>2,806</b>	<b>2,782</b>	<b>2,871</b>	<b>2,871</b>	<b>2,719</b>
<b>Total pasivo más patrimonio</b>	<b>4,196</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>
<b>Cuentas contingentes de compromiso y control propias</b>						
<b>Cuentas contingentes de compromiso deudoras</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>
Otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	628,854	654,915
<b>Total</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>
<b>Contingentes de compromiso y control acreedoras</b>						
<b>Cuentas contingentes y de compromisos</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>
Responsabilidad por otras contingencias y compromisos	518,884	633,428	607,068	628,854	628,854	654,915
<b>Total</b>	<b>518,884</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

**ESTADO DE RESULTADOS**  
**HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA**  
**(US\$ MILES)**

Componentes	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-19	dic-20
<b>Ingresos de explotación</b>	<b>3,427</b>	<b>3,280</b>	<b>3,343</b>	<b>3,501</b>	<b>3,501</b>	<b>3,055</b>
Ingresos por titularización de activos	3,427	3,280	3,343	3,501	3,501	3,055
<b>Costos de explotación</b>	<b>1,384</b>	<b>1,290</b>	<b>1,394</b>	<b>1,432</b>	<b>1,432</b>	<b>1,290</b>
Gastos de operación por titularización de activos	2	12	93	80	80	15
Gastos generales de administración y de personal de operaciones de titularización	1,358	1,254	1,285	1,348	1,348	1,272
Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes	24	25	16	4	4	3
<b>Resultados de operación</b>	<b>2,043</b>	<b>1,990</b>	<b>1,949</b>	<b>2,069</b>	<b>2,069</b>	<b>1,765</b>
<b>Ingresos financieros</b>	<b>74</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>65</b>
Ingresos por inversiones financieras	73	36	37	13	13	24
Ingresos por cuentas y documentos por cobrar	1	1	3	5	5	41
Otros ingresos financieros	-	4	-	-	-	-
<b>Gastos financieros</b>	<b>53</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>7</b>
Gastos por obligaciones con instituciones financieras	-	1	1	-	-	-
Gastos por cuentas y documentos por pagar	53	24	3	1	1	0
Otros gastos financieros	-	-	5	9	9	7
Pérdidas en venta de activos	-	2	27	-	-	-
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>2,064</b>	<b>2,004</b>	<b>1,953</b>	<b>2,076</b>	<b>2,076</b>	<b>1,823</b>
Impuesto sobre la renta	620	603	586	625	625	540
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>1,444</b>	<b>1,401</b>	<b>1,367</b>	<b>1,451</b>	<b>1,451</b>	<b>1,283</b>
<b>Ingresos extraordinarios</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>-</b>
<b>Resultados netos del período</b>	<b>1,444</b>	<b>1,401</b>	<b>1,367</b>	<b>1,453</b>	<b>1,453</b>	<b>1,283</b>

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / Elaboración: PCR

**Anexo 1:**

**Código Municipal de El Salvador, Art 63.**

Son ingresos del Municipio:

1. El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales;
2. El producto de las penas o sanciones pecuniarias de toda índole impuestas por la autoridad municipal competente, así como el de aquellas penas o sanciones que se liquiden con destino al municipio de conformidad a otras leyes. Igualmente, los recargos e intereses que perciban conforme a esas leyes, ordenanzas o reglamentos;
3. Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan;
4. El producto de la administración de los servicios públicos municipales;
5. Las rentas de todo género que le municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad;
6. Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género;
7. Las subvenciones, donaciones y legados que reciba;
8. El producto de los contratos que celebre
9. Los frutos civiles de los bienes municipales o que se obtengan con ocasión de otros ingresos municipales, así como los intereses y premios devengados por las cantidades de dinero consignados en calidad de depósitos en cualquier banco o asociación de ahorro y préstamo;
10. El aporte proveniente del fondo para el desarrollo económico y social de los municipios establecido en el inciso tercero del artículo 207, de la Constitución en la forma y cuantía que fije la ley;
11. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
12. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
13. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectúe;
14. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
15. Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas.

**Nota sobre información empleada para el análisis**

La información que emplea PCR proviene directamente del emisor o entidad calificada. Es decir, de fuentes oficiales y con firma de responsabilidad, por lo que la confiabilidad e integridad de la misma le corresponden a quien firma. De igual forma en el caso de la información contenida en los informes auditados, la compañía de Auditoría o el Auditor a cargo, son los responsables por su contenido.

Con este antecedente y acorde a lo dispuesto en la normativa vigente, PCR es responsable de la opinión emitida en su calificación de riesgo, considerando que en dicha opinión PCR se pronuncia sobre la información utilizada para el análisis, indicando si esta es suficiente o no para emitir una opinión de riesgo, así como también, en el caso de evidenciarse cualquier acción que contradiga las leyes y regulaciones en donde PCR cuenta con mecanismos para pronunciarse al respecto. PCR, sigue y cumple en todos los casos, con procesos internos de debida diligencia para la revisión de la información recibida.