

# Fondo de Titularización-Hencorp Valores-Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco (FTHVAMS 05)

## Factores Clave de Calificación

**Acción de Calificación:** Fitch Ratings mantuvo en Observación Negativa la calificación nacional de riesgo 'A(slv)' de los valores de titularización por un monto de hasta USD124.5 millones de Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora (Hencorp) que administra a través del Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco (FTHVAMS 05).

**Observación Negativa:** La Observación Negativa se fundamenta en las reformas adelantadas por el Gobierno Nacional, entre ellas, la reestructuración municipal del territorio que incluye la reducción de los 262 municipios a tan solo 44 de estos. Fitch opina que el impacto sobre las finanzas municipales no se puede determinar con un grado alto de certeza. La Alcaldía Municipal de San Salvador (AMSS) enfrenta reestructuraciones en su delimitación territorial que implicarían cambios fiscales a nivel de responsabilidades, ingresos y endeudamiento. Fitch opina que es anticipado dimensionar el impacto final de dichos cambios dado que no existen cifras consolidadas.

**Vínculo Crediticio con Alcaldía Municipal de San Salvador:** La calificación del FTHVAMS 05 se deriva de un vínculo estrecho entre el fondo y AMSS, que actúa como originador de los recursos que respaldan el financiamiento. Esto se refleja en la combinación de cuatro factores evaluados por Fitch como 'Más Fuerte' y dos como 'Rango Medio', conforme con la "Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes".

**Perfil del Financiamiento:** La titularización está denominada en dólares estadounidenses. Tiene cesión mensual de flujos través de las órdenes irrevocables de pago (OIP) por USD1,145,000. La periodicidad pago de intereses es mensual, tasa de interés fija y plazo de 20 años.

## Sensibilidad de Calificación

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:**

- debido al vínculo con la calidad crediticia de AMSS, movimientos al alza en esta darían como resultado una mejora en la calificación de FTHVAMS 05;

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:**

- Fitch resolverá la Observación Negativa una vez se conozcan las condiciones de esta nueva reestructuración territorial y que determine que su efecto sobre los factores clave de calificación del financiamiento es neutral;
- un deterioro en la calidad crediticia de AMSS podrían derivar en una disminución en su respectivo fondo.

## Calificaciones

### Escala Nacional

Largo Plazo A(slv)

### Observación

Negativa

## Perfil del Originador

El municipio de San Salvador se localiza en el departamento de San Salvador, capital del país y principal centro económico y administrativo.

## Metodologías Aplicables

[Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales \(Septiembre 2021\)](#)

[Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes \(Octubre 2023\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Diciembre 2020\)](#)

## Publicaciones Relacionadas

[El Salvador \(Mayo 2024\)](#)

## Analistas

Andrés Camilo Santos  
+57 1 484 6770

[andres.santos@fitchratings.com](mailto:andres.santos@fitchratings.com)

Bibiana Acuña

+57 1 484 6770

[bibiana.acuna@fitchratings.com](mailto:bibiana.acuna@fitchratings.com)

## Perfil Crediticio del Originador

### Alcaldía Municipal de San Salvador – Evaluación del Perfil de Riesgo

Perfil de Riesgo	Solidez de Ingresos	Adaptabilidad de Ingresos	Sostenibilidad de Gastos	Adaptabilidad de Gastos	Solidez de Pasivos y Liquidez	Flexibilidad de Pasivos y Liquidez
Vulnerable	Más Débil	Más Débil	Más Débil	Más Débil	Más Débil	Más Débil

Fuente: Fitch Ratings

El perfil de riesgo de AMSS es resultado de la evaluación de los factores clave de riesgo (FCR) bajo la “Metodología de Calificación de Gobiernos Locales y Regionales Internacionales”. Las calificaciones reflejan la percepción de Fitch frente a la capacidad de pago de la AMSS y consideró un perfil de riesgo ‘Vulnerable’.

#### Solidez en Ingresos – ‘Más Débil’

La dinámica de ingresos de AMSS se encuentra limitada por el contexto soberano. Lo ingresos operativos están principalmente compuestos por tasas y derechos, que concentran cerca de dos terceras partes del total. Los impuestos representan alrededor de 25% y el restante corresponde a transferencias nacionales. En general, los ingresos operativos han mostrado un dinamismo bajo.

#### Adaptabilidad de los Ingresos – ‘Más Débil’

AMSS no cuenta con discrecionalidad para crear impuestos, dado que ello es una competencia exclusiva de la Asamblea Legislativa. No obstante, sí cuenta con cierta autonomía para definir sus tasas y derechos según lo definido en la Ley Tributaria Municipal, la cual está limitada por la capacidad baja de los contribuyentes para absorber los incrementos.

#### Sostenibilidad de los Gastos – ‘Más Débil’

Aunque las responsabilidades de gasto no son de naturaleza contracíclica, Fitch observa que históricamente los gastos operativos (GO) han presentado un crecimiento superior al de los ingresos, lo que ha generado una presión permanente en la estructura operativa de la AMSS. Lo anterior se ve reflejado en los márgenes operativos negativos en los últimos años.

#### Adaptabilidad de los Gastos – ‘Más Débil’

La estructura de gastos de AMSS es altamente inflexible, puesto que los GO representan cerca de 90% del total. Históricamente, el gasto de capital (GC) ha sido reducido y se ha financiado principalmente con deuda. Fitch no estima probable una disminución significativa en los gastos de la Municipalidad en el mediano plazo.

#### Solidez de los Pasivos y la Liquidez – ‘Más Débil’

La agencia considera que existe un riesgo alto de refinanciación de la deuda, dada la propensión constante a generar déficit operativo. Además, los mecanismos de transmisión del riesgo soberano sobre los municipios son latentes, ante la reciente rebaja de la calificación de El Salvador.

#### Flexibilidad de los Pasivos y la Liquidez – ‘Más Débil’

Fitch observa que la liquidez de AMSS ha sido estrecha en los últimos años. Las municipalidades no cuentan con mecanismos de provisión de liquidez de emergencia para soporte por parte de una instancia superior de gobierno.

## Emisión FTHVAMS 05

La calificación del financiamiento parte de la calificación de la Municipalidad. Los factores de desempeño del activo y la razón de cobertura del servicio de la deuda se consideran como de ‘Rango Medio’, mientras que los factores de fundamentos legales, vehículo de uso especial, cobertura de riesgo de tasa de interés, fondo de reserva se consideran como ‘Más Fuertes’.

### Historial de Calificación

Fecha	Largo Plazo en Escala Nacional
19 abr 2024	A(slv)
26 oct 2023	A(slv)
20 abr 2023	A(slv)
24 oct 2022	A(slv)
21 abr 2022	A(slv)
25 oct 2021	A(slv)
25 jun 2021	A(slv)

Fuente: Fitch Ratings

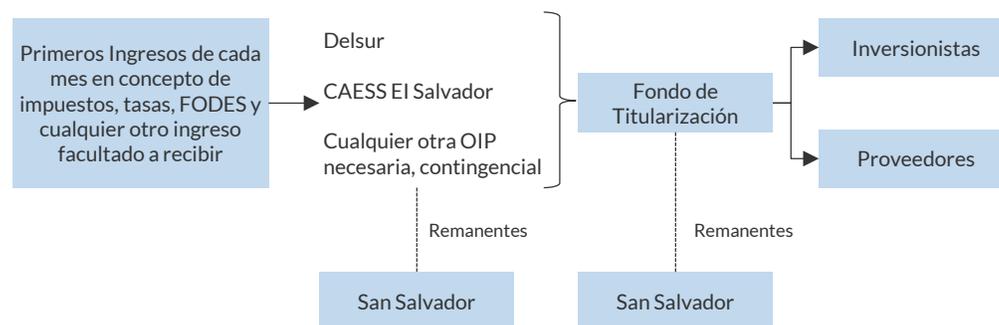
## Estructura del Financiamiento

### Colocación de Valores de Titularización



Fuente: Fitch Ratings, Hencorp

### Operación Mensual



Fuente: Fitch Ratings, Hencorp

Las calificaciones crediticias asignadas por la agencia se basan en un análisis “a través del ciclo” y son de naturaleza prospectiva. Por ello, Fitch monitoreará la severidad y la duración de los impactos en el sector de la entidad e incorporará dichas tendencias en las proyecciones cuantitativas y cualitativas del escenario base y de calificación con el objetivo de analizar el impacto en el desempeño esperado de los FCR.

### Desempeño de los Activos - ‘Rango Medio’

El recurso afectado corresponde a los ingresos colectados por la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. (CAESS) y la Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V. (Delsur). La cesión de los flujos futuros cuenta con OIP, que se realizarían por USD1,145,000.

Entre junio de 2020 y el mismo período de 2024, la recaudación de las tasas municipales colectadas fue estable con un crecimiento promedio de 1.1% por año. La tendencia mensual del recaudo está influenciada por la capacidad de pago de los contribuyentes; sin embargo, su recaudación es anexa al cobro de un servicio público esencial, como es el de energía eléctrica. La evaluación de este factor considera las limitaciones del contexto soberano.

Además, Fitch considera que la estructura cuenta con una OIP adicional sobre cualquier otro recurso del originador que es administrado por el Banco de América Central, pero actualmente no suma a los recursos administrados en el vehículo de propósito especial. Sin embargo, en el caso de insuficiencia de los recursos primarios podría beneficiar a la estructura.

### Fundamentos Legales - ‘Más Fuerte’

Fitch considera que los fundamentos legales de la estructura son robustos y constituyen un factor ‘Más Fuerte’ para la calidad crediticia. Para la asignación de la calificación, la agencia tuvo acceso a la opinión por parte del despacho legal externo VERUM, S.A. de C.V., la cual concluye que la transacción frente al FTHVAMS 05 está en pleno cumplimiento con las regulaciones locales, exigibilidad de los términos acordados y características de irrevocabilidad. El informe revisado es del 24 de mayo de 2021.

## Vehículo de Propósito Especial - 'Más Fuerte'

El pago de los valores de titularización se realizará a través de un patrimonio independiente del originador. Además, los recursos estarán divididos en dos cuentas diferenciadas, correspondientes a la cuenta discrecional y la restringida, ambas administradas por Hencorp. La primera recibe los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos de la Municipalidad y la cuenta restringida debe contener mínimo los próximos dos montos de cesión mensual que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos.

## Riesgo de Tasa de Interés - 'Más Fuerte'

La tasa de interés de los instrumentos de deuda del FTHVAMS 05 es fija. El monto total calificado se colocó en cinco tramos con tasas de interés anual entre 7.25% y 8.70%.

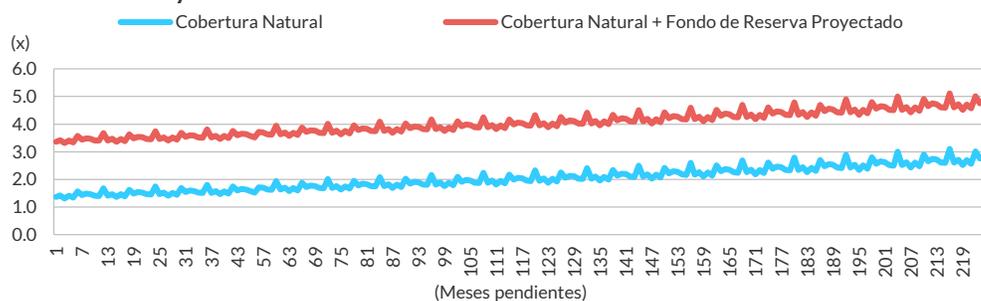
## Fondo de Reserva - 'Más Fuerte'

Fitch considera que el fondo de reserva del financiamiento es robusto y reduce los riesgos de liquidez y la probabilidad de usarlos es reducida, por lo que este se considera como un atributo 'Más Fuerte'. La estructura de la emisión incluye la cuenta restringida, que debe contener mínimo los próximos dos montos de la cesión mensual (USD2,290,000) que servirán para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos.

## Razón de Cobertura de Servicio de la Deuda - 'Rango Medio'

En el escenario de calificación de Fitch, se proyecta una razón de cobertura mensual (sin incluir el fondo de reserva) de los flujos afectados sobre el monto de la cesión pactada entre 1x y 2x en cerca de 43% de los períodos de la titularización, por lo que Fitch evalúa este factor como 'Rango Medio'. En el escenario se incorporan niveles de estrés diversos en cuanto a crecimiento del activo de respaldo, entre otras variables.

## Coberturas Proyectadas



Fuente: Fitch Ratings

## Información Regulatoria

Se aclara que cuando se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

NOMBRE EMISOR O SOCIEDAD ADMINISTRADORA: Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco

FECHA DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN: 18/octubre/2024

NÚMERO DE SESIÓN: SLV\_2024\_77

FECHA DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA EN QUE SE BASÓ LA CALIFICACIÓN:

- Auditada: 30/junio/2020 a 30/junio/2024
- No auditada: N.A.

CLASE DE REUNIÓN (ordinaria/extraordinaria): Ordinaria

CALIFICACIÓN ANTERIOR (SI APLICA): 'A(slv)', Observación Negativa

LINK SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: LINK SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: Las definiciones de calificación de El Salvador las pueden encontrar en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Calificación de El Salvador".

Se aclara que cuando en los documentos que sustentan la calificación (RAC/Reporte) se alude a calificación debe entenderse incluido el término calificación.

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

El sufijo (slv) indica que se trata de una calificación nacional en El Salvador. Las escalas de calificación regulatorias utilizadas en El Salvador son las establecidas en la Ley del Mercado de Valores y en las Normas Técnicas Sobre Obligaciones de las Sociedades Clasificadoras de riesgo. Las definiciones de las calificaciones en escala Fitch están disponibles en [www.fitchratings.com/site/centralamerica](http://www.fitchratings.com/site/centralamerica).

Se aclara que cuando se alude a calificación debe entenderse incluido el término clasificación.

#### ESTADO DE LA SOLICITUD Y PARTICIPACIÓN

Para obtener información sobre el estado de solicitud de las calificaciones incluidas en este informe, consulte el estado de solicitud que figura en la página de resumen de la entidad correspondiente en el sitio web de Fitch Ratings.

Para obtener información sobre el estado de participación en el proceso de calificación de un emisor incluido en este informe, consulte el comentario de acción de calificación más reciente del emisor correspondiente, disponible en el sitio web de Fitch Ratings.

#### AVISO LEGAL Y DIVULGACIÓN

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones en el siguiente enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) bajo el apartado de Definiciones de Calificación. ESMA y FCA están obligadas a publicar las tasas de incumplimiento históricas en un archivo central de acuerdo al Artículo 11(2) de la Regulación (EC) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de septiembre de 2009 y la Regulación de las Agencias de Calificación Crediticia (Enmienda, etc.) (Salida de la UE) de 2019, respectivamente. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección. Fitch Ratings realiza ajustes rutinarios y generalmente aceptados a la información financiera presentada, mismos que son acordes a las metodologías relevantes y/o estándares de la industria, a fin de procurar consistencia entre las métricas financieras de las entidades del mismo sector o clase de activos.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el Ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".

Derechos de autor © 2024 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.