

**FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE  
SAN SALVADOR CERO CINCO  
VALORES DE TITULARIZACIÓN VTHVAMS05**

**Comité No. 81/2022**

**Informe con EEFF no auditados al 31 de diciembre de 2021**

**Fecha de comité: miércoles 27 de abril de 2022**

Periodicidad de actualización: Semestral

Originador perteneciente al sector público municipal  
San Salvador, El Salvador

**Equipo de Análisis**

Gabriel Marín  
[gmarin@ratingspcr.com](mailto:gmarin@ratingspcr.com)

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

(503) 2266-9471

**HISTORIAL DE CLASIFICACIONES**

Fecha de información	dic-20	dic-21
Fecha de comité	20/08/2021	27/04/2022
Valores de Titularización Alcaldía municipal de San Salvador 05		
Tramo del 1 al 5 por US\$124,493,000.00	AA	AA
Perspectivas	Estable	Estable

**Significado de la Clasificación**

**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 mantener la clasificación de riesgo de "AA" con perspectiva "Estable" para la emisión de Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía de San Salvador Cero Cinco.

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. Finalmente, se toman en cuenta los resguardos legales que garantizan el pago oportuno de la emisión.

**Perspectiva**

Estable

## Resumen Ejecutivo

---

- **Holgados niveles de cobertura de cesión:** La presente emisión se crea con el fin de titularizar los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros del Municipio de San Salvador, sobre una porción correspondiente a los ingresos de cada mes del Municipio de San Salvador. El monto mensual que la Alcaldía Municipal de San Salvador deberá destinar al Fondo de Titularización para cumplir con la titularización será de US\$1,145 miles. De acuerdo con las estimaciones realizadas, la cesión promedio tendrá una participación de 9.4% anual. A la fecha de análisis se han pagado cuatro cuotas de la emisión<sup>1</sup>, equivalentes a un monto cedido de US\$4,580 miles, representando el 1.7% sobre los ingresos operacionales y otorgando una cobertura de 58.32 veces, por encima de la proyectada (participación: 4.3%; Cobertura: 22.10 veces), ante la mayor recaudación de los ingresos de la alcaldía.
- **El fondo de titularización contará con un respaldo operativo que fortalecerá la estructura de la Emisión.** La Alcaldía Municipal de San Salvador, por medio del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros, estará obligada a transferir la cesión de pagos a través de girar las Órdenes Irrevocables de Pago (OIP), las cuales serán válidas y vigentes mientras no se haya liquidado la totalidad de capital e intereses de la emisión del FTHVAMS CERO CINCO, y que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colecturía de los ingresos del Municipio de San Salvador, siendo inicialmente giradas a: La Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. DE C.V. (CAESS) y Distribuidora Del Sur, S.A. de C.V.
- **Cumplimiento de resguardos financieros:** A la fecha de análisis, el ratio de endeudamiento se ubicó en 0.84 veces, por debajo del registrado en el periodo anterior (diciembre 2020: 1.33), reportando un adecuado cumplimiento en los niveles de endeudamiento por debajo del requerido por Ley (1.7 veces). Dicho comportamiento estuvo acompañado por la evolución de los ingresos operacionales, lo cual permitió que los niveles de endeudamiento público se mantuvieran con relativa estabilidad. Por su parte, el índice de eficiencia operativa de la Alcaldía se ubicó en 0.36 veces, por debajo del promedio proyectado para la vigencia de la presente emisión (0.82 veces), cumpliendo con el requerimiento definido en la estructura de la emisión.
- **Márgenes financieros apoyados por mayor recaudación de ingresos municipales:** Al cierre de 2021, se observa un resultado operativo por US\$138,120 miles, superior al reportado en el período previo (US\$28,979 miles), motivado por una mejora en los ingresos por venta de bienes y servicios, e ingresos tributarios. En este sentido, el margen operativo la alcaldía se ubicó en mejor posición al pasar de 20.49% a 50.54% al período analizado. Por su parte, a pesar de la expansión en los gastos financieros (+47.1%), principalmente por las operaciones de titularización y de gastos por intereses y comisiones bancarias, el margen neto resultó en 27.11%, derivado de la mejora en los gastos de gestión de la municipalidad, los cuales permitieron un crecimiento en la utilidad operativa (+494.7%).
- **Liquidez favorecida por un incremento de fondos disponibles:** A la fecha de análisis, los activos corrientes de la entidad fueron motivados por el aumento en las disponibilidades y deudores monetarios, los cuales registraron el mayor incremento de 1,352.9% (+US\$31,730 miles) y 211.8% (+US\$117,529 miles), respectivamente. Por lo anterior, el ratio de liquidez (que mide la capacidad de cubrir sus obligaciones menores a un año con sus activos corrientes) fue de 8.29 veces, siendo mayor en 6.56 veces a lo reportado a diciembre 2020 (1.73 veces). Por lo anterior, el capital de trabajo disponible para la alcaldía fue de US\$186,701 miles, incrementando en 606.1% (+US\$160,259 miles) respecto al reportado el período pasado. En este sentido, la alcaldía dispone de la liquidez necesaria para cubrir las obligaciones de corto plazo.
- **Niveles de solvencia presionados ante mayores compromisos financieros:** Al cierre de 2021, el ratio de endeudamiento patrimonial se ha visto presionado al reportar un indicador de 0.64 veces, por encima del 0.43 veces registrado al cierre del año previo, este comportamiento obedece al constante crecimiento de las obligaciones financieras de la alcaldía. Por su parte, el indicador de pasivos sobre activos se ubicó en 39.1%, por encima del reportado en el período previo (diciembre 2020: 30.2%), asociado a los compromisos financieros adquiridos, los cuales permitieron costear parte de las operaciones de la alcaldía. Cabe destacar que a pesar de la tendencia alcista en los indicadores de endeudamiento, la alcaldía respalda de manera suficiente el total de las obligaciones.

## Factores Clave

---

### Factores que podrían llevar a un incremento en la clasificación.

- Mejora en la calidad crediticia del originador.

### Factores que podrían llevar a una reducción en la clasificación.

- Deterioro de la calidad crediticia del originador.
- Incumplimientos de resguardos financieros y operativos establecidos en el contrato de titularización.
- Modificaciones que debiliten la estructura de la emisión del Fondo de Titularización.

---

<sup>1</sup> El 31 de agosto de 2021 se colocaron los primeros tramos del FTHVAMS05 en el mercado de valores.

## 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 25 de noviembre de 2021. 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.

## Información Utilizada para la Clasificación

- **Perfil de la Titularizadora:** Reseña y Gobierno Corporativo.
- **Información sobre la Emisión:** Prospecto de la Emisión y Modelo Financiero, Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre 2021, Estados de Cuenta Bancarías, Certificación de Resguardos Financieros.
- **Información financiera:** Estados Financieros no auditados correspondientes de diciembre 2016 hasta diciembre 2021.
- **Documentos Legales:** Contrato de Titularización FTHVAMS05, Contrato de Orden Irrevocable de Pago y Contrato de administración de Fondos.

## 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 2021.

**Limitaciones potenciales:** PCR dará seguimiento al adecuado cumplimiento de las proyecciones financieras, principalmente a la reestructuración de pasivos y la disminución progresiva en los niveles de apalancamiento de la Alcaldía de San Salvador. Adicionalmente, se mantendrá en constante monitoreo la calidad crediticia de la Alcaldía por medio de la categorización emitida por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental<sup>2</sup>.

## Hechos de Importancia

- El 17 de noviembre de 2021, mediante Decreto N°210 se aprueba "Ley de creación de la Dirección de Obras Municipales (DOM)", que tiene como objeto constituirse en la autoridad del Estado, responsable de calificar, aprobar, contratar y ejecutar los proyectos de inversión, financiados con recursos provenientes de los fondos asignados en su presupuesto y con otras fuentes de financiamiento. Así además todos aquellos casos en los que se estén tramitando procedimientos administrativos o procesos judiciales a nombre del Fondo de Inversión Social para el Desarrollo Local de El Salvador (FODES), se entenderá que dichos procedimientos o procesos seguirán tramitándose a nombre de la DOM, a partir del día 1 de enero de 2022.
- El 31 de agosto 2021, redimieron de forma anticipada los valores de titularización correspondientes a FTHVAMS03 y FTHVAMS04, inicialmente autorizados por la Superintendencia del Sistema Financiero por la suma de US\$61,995 miles y US\$20,800 miles, respectivamente.
- El 24 de agosto de 2021, la Superintendencia del Sistema Financiero autorizó la emisión de valores de titularización Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco (VTHVAMS05), por la suma de US\$124,493,000, para un plazo de 23 años.

## Panorama Internacional

Tras una recesión en el 2020 no vista en décadas (la peor desde la gran depresión de los años 1930 según el Fondo Monetario Internacional), que afectó principalmente en los sectores económico, social y salud, llegó el 2021 con una recuperación de la economía mundial a pesar del resurgimiento de la pandemia por el SARS-CoV-2 con las variantes Delta y Ómicron, a partir del acceso a las vacunas y de las diversas políticas monetarias y fiscales aplicadas por los bancos centrales de las economías, con el objetivo de proteger principalmente los mercados financieros.

Por lo anterior, en julio de 2021 se proyectó un crecimiento económico en el PIB mundial de 5% para el 2022; sin embargo, debido a un deterioro de las economías en general durante esa misma fecha, y de la rápida propagación de las nuevas variantes, se corrigió a un crecimiento de 4.9%. Con lo anterior, se estimarían importantes crecimientos para economías como la de Estados Unidos, la Eurozona y Japón en el orden de 5.2%, 4.3% y 3.2% respectivamente, mientras que China presentará un crecimiento del 5.6%, y las economías de bajos ingresos percibirán una expansión económica de 5.1%.

Por su parte, la pandemia y sus variantes han revelado las asimetrías existentes en la capacidad de respuesta de los distintos países. Por el lado de políticas fiscales, si bien es cierto han existido distintas maneras de mitigar los efectos de la crisis e iniciar la pronta recuperación, esto ha significado un mayor nivel de endeudamiento en los países que ya presentaban problemas fiscales. En cuanto a los suministros, estos han presentado un mayor estancamiento económico para la recuperación mundial esperada, pues dadas las restricciones por la pandemia,

<sup>2</sup> Art. 6, Ley de Endeudamiento Público Municipal. Recuperado de: <https://www.asamblea.gob.sv/sites/default/files/documents/decretos/228D5633-93BC-4EE6-8BDD-04CD74A2047B.pdf>

el flujo de transportes marítimos se ha visto limitado, generando escasez de contenedores, afectando importantes mercados como el automotriz, cuya producción en Europa cayó fuertemente dada la escasez de productos intermedios.

Por el lado del comercio, la Organización Mundial del Comercio (OMC) espera un crecimiento del 8% para el 2022, tras una buena recuperación en 2021, luego de la caída de 5.4% en el 2020. Esto, producto de los estímulos fiscales y monetarios aplicados por los gobiernos que fueron mucho mayores en magnitud y amplitud geográfica a los otorgados en la crisis mundial de 2008 los cuales ayudaron a evitar una mayor caída de la demanda mundial y el comercio. Al mismo tiempo, las restricciones impuestas en viajes y algunos cierres de fronteras generaron un efecto sustitución en el gasto de los hogares, los cuales destinaron mayores recursos para la compra de bienes. Asimismo, la adaptación en hogares y empresas al trabajo remoto fue acogida rápidamente y con ello hubo una recuperación en la producción que permitió mantener la generación de renta y la demanda.

Al recuperarse el comercio, aumentaron los precios de los productos primarios en 38% en 2021 respecto al 2020, mientras que el crecimiento registrado sin incluir la energía fue de 30%. Por su parte, la variación de los productos agroalimentarios, metales y minerales, y productos energéticos fue de 20%, 38% y 58% respectivamente. Lo anterior, generó un fuerte escenario inflacionario, donde países como Estados Unidos, China y de la zona euro han registrado tasas históricas, causando un aumento en las tasas de rendimiento de los bonos soberanos de largo plazo de los países considerados como refugio. Por último, aun cuando el empleo estuvo por debajo de los niveles previos a la pandemia en varias economías, la inflación aumentó y con ello, las disyuntivas en la toma de decisiones ante esta situación, pues a medida se regulariza la actividad económica, existe un aumento de la demanda, cuya oferta no avanza con la misma velocidad.

### **Entorno económico**

De acuerdo con la última información disponible en el Banco Central de Reserva (BCR) a noviembre 2021, la actividad productiva del país medida por la variación interanual del índice de Volumen a la Actividad Económica (IVAE) refleja una tasa de crecimiento del 4.24%, mostrando una desaceleración comparada con los niveles de crecimiento de los meses previos, influenciados por el efecto rebote. Tres de los nueve sectores económicos englobados dentro del IVAE reflejaron resultados contractivos, siendo los más relevantes el de las "Actividades Financieras y de Seguros" (-10.88%), "Construcción" (-5.30%) y "Actividades Inmobiliarias" (-5.64%). Mientras que los sectores que reflejaron mayores crecimientos fueron el de "Actividades Profesionales, Científicas, Técnicas y otros servicios" y el sector de "Actividades de Administración Pública y Defensa, Enseñanza, Salud y Asistencia Social" con un +14.24% y +10.38% respectivamente (mayo 2021: +40.07% y 10.74%).

Por otra parte, al analizar el PIB desde enfoque del gasto a precios corrientes, el consumo privado presenta un crecimiento del 21.82%, representando el 83.7% del PIB a septiembre 2021, lo cual fue influenciado por la mayor recepción de remesas que a la fecha de análisis reportaron un importante crecimiento de 26.77% (+US\$1,587 millones), incrementando su representación respecto del PIB estimado para diciembre 2021 con un porcentaje de 35.9% (dic-20: 24.1%), profundizando la dependencia del país a la recepción de remesas y reflejando la recuperación del mercado laboral de Estados Unidos que reporta una tasa de desempleo del 3.9%, siendo inferior a la del mismo período del año previo (6.7%).

El aumento en el consumo privado también benefició los ingresos fiscales del Sector Público No Financiero el cual reflejó un crecimiento de 23.4%, producto del alza en la recaudación tributaria del orden de 21.20% proveniente del impuesto al valor agregado y renta que se han visto favorecidos por la reactivación de los distintos sectores de la economía. A su vez, los gastos fiscales presentaron una desaceleración resultando en un déficit fiscal menor al reportado el período pasado, pero, manteniéndose en altos niveles al representar un 7.7% del PIB estimado a diciembre 2021, generando una mayor necesidad de financiamiento. El déficit fue financiado con una deuda externa neta de US\$795.23 millones y con US\$520.48 millones de deuda interna neta.

A diciembre de 2021, la deuda pública total se ubicó en US\$24,113.92 millones, reflejando un incremento interanual de US\$1,491 millones (+6.59%). La expansión de la deuda proviene del uso de diversos instrumentos financieros dentro de los cuales destacan la emisión de Certificados del Tesoro (CETES) y Letras del Tesoro (LETES), así como deuda adquirida con organismos multilaterales e inversionistas. Con el endeudamiento alcanzado a diciembre 2021 y considerando la proyección del PIB desarrollada por el BCR, el ratio Deuda/PIB se ubicó en 89%. Este contexto de las finanzas públicas ha generado una mayor percepción del riesgo soberano, ya que el EMBI al cierre del 2021 se ubicó en 14.91 puntos básicos, solo estando por debajo de Venezuela y Argentina.

Respecto a las variables externas, las exportaciones presentan un mayor dinamismo colocándose por encima del promedio regional. A diciembre de 2021, las exportaciones FOB totalizan en US\$6,629 millones, reflejando un efecto rebote de US\$1,600 millones (+31.8%), siendo las más dinámicas de la región según el informe macroeconómico publicado por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Lo anterior se refleja en un mayor dinamismo de la industria manufacturera del país, que según datos del BCR, presentó mejores resultados en los sectores de fabricación de prendas de vestir, productos textiles, fabricación de metales y fabricación de caucho y plástico, siendo el sector textil el más influyente con exportaciones que representan el 41% de las exportaciones totales a diciembre 2021.

Por otro lado, el índice de precios al consumidor (IPC) presentó una tasa de crecimiento del +6.11%, siendo superior al promedio de los últimos 10 años (+1.42%). Lo anterior se asocia con la recuperación de la demanda debido a la reactivación económica que ha generado un desequilibrio en el mercado. Los sectores que mayor impacto han reflejado son los de "Alimentos y Bebidas no alcohólicas" (+7.96%), "Transporte" (+9.45%) y

“Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros Combustibles” (+6.97%). Las elevadas tasas inflacionarias también guardan relación con una alta dependencia del petróleo y sus derivados los cuales han presentado un incremento en su precio, al igual que el alza generalizada en los precios de los alimentos.

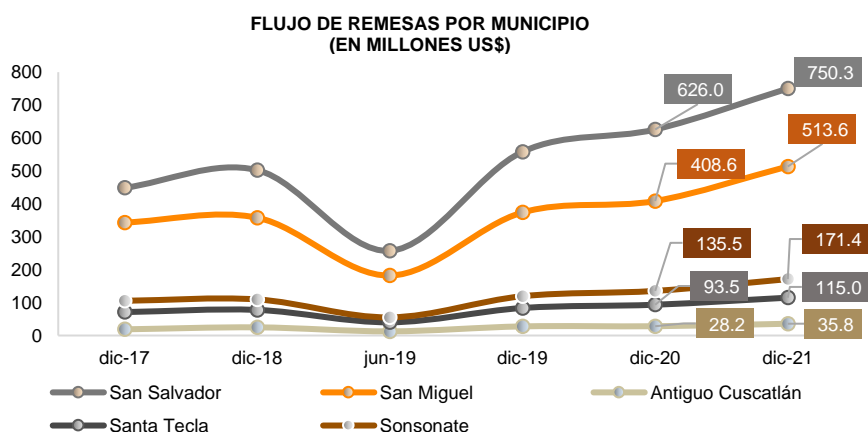
En lo referente al sistema financiero, al cierre de 2021 se observó una tendencia positiva en las tasas pasivas influenciadas por la desaceleración de la liquidez global del sector privado, así como el crecimiento en el riesgo soberano, por su parte, las tasas activas mantuvieron una tendencia negativa debido a la alta liquidez del sector privado, generando una reducción del spread bancario e impactando en los márgenes financieros y rentabilidad de las instituciones. Finalmente, el efecto de la inflación en el sistema financiero ha resultado en tasas pasivas reales negativas generando un deterioro en el valor debido a que estas no logran cubrir la cuota inflacionaria del país (6.11%).

De acuerdo con el Banco Mundial, para 2022 hay buenas expectativas de crecimiento para la economía salvadoreña estimando un crecimiento de 4.00% producto de la reactivación por completo de todas las actividades económicas y el nivel de avance de la población vacunada contra el COVID-19. Este crecimiento implica ciertos retos en materia de déficit fiscal, dinamización de la actividad económica, control de las presiones inflacionarias y estimulación en la generación de empleo formal para mejorar la actual vulnerabilidad de las finanzas públicas del país, el alza en el riesgo soberano y el consecuente incremento en los costos de financiamiento.

### Comportamiento de las remesas en las municipalidades

El flujo de remesas ha mantenido una tendencia creciente en los últimos años, de tal forma que para el cierre del 2021 El Salvador alcanzó un monto total de US\$7,517 millones, generando una tasa de crecimiento interanual de 26.8% (diciembre 2020: US\$5,930 millones), producto de la recuperación económica de los países emisores. La mayor cantidad proviene de Estados Unidos, país de donde se recibe el 94.9% (US\$7,131 millones) del total de remesas, seguido de Canadá (US\$70.5 millones), España (US\$28.7 millones), Italia (US\$25.2 millones) y México (US\$8.0 millones).

Dentro de los principales municipios receptores de remesas destacan San Salvador (US\$750 millones), seguido por San Miguel (US\$514 millones) y Sonsonate (US\$171 millones). El aporte económico de las remesas ayuda a financiar la compra de bienes y servicios a las familias salvadoreñas, destinando la mayor parte a consumo; no obstante, un porcentaje se concentra al desarrollo de actividades productivas, contribuyendo de esta forma al proceso de recuperación económica observada a lo largo de 2021.



Fuente: Banco Central de Reserva / Elaborado: 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 Antigua 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.

[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

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 el “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 y 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, es gobernado por el alcalde Mario Edgardo Durán Gavidia. Le acompañan un síndico, doce concejales propietarios, cuatro concejales suplentes y un secretario; todos comenzaron labores el 1ro. de mayo de 2021. Las funciones y facultades de este gobierno están enmarcadas dentro de la normativa del Código Municipal.

#### **CONCEJO MUNICIPAL**

<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Mario Edgardo Duran Gavidia	Alcalde Municipal
Beatriz Leonor Flamenco De Cañas	Síndico municipal
Carlos José Rodríguez Baños	1° Regidor propietario
Michelle Alejandra Castro Amaya	2° Regidor propietario
Fátima Esmeralda Villanueva Asencio	3° Regidor propietario
Mónica María Fuentes Velásquez	4° Regidor propietario
Francisco Garay Solorzano	5° Regidor propietario
Marta Alicia Ramírez Elías	6° Regidor propietario
Fátima Yamileth Machado Córdova	7° Regidor propietario
Georgina Michelle Linares Calderón	8° Regidor propietario
Francisco José Rivera Chacón	9° Regidor propietario
Francisco Antonio Romero Reyes	10° Regidor propietario
Juan Carlos Montes Arévalo	11° Regidor propietario
Héctor Raúl Silva Hernández	12° Regidor Propietario
Marcela Yaneth Torres Martinez	1° Regidor suplente
María Beatriz Solís Lopez	2° Regidor suplente
Alexander Antonio Suriano Hernández	3° Regidor suplente
María José Orellana De Rosales	4° 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 Específicas 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; y 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.

## **Análisis Financiero del Originador – Alcaldía Municipal de San Salvador**

### **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

### Ingresos municipales

A diciembre 2021, los ingresos operacionales de la alcaldía sumaron US\$273,315 miles, reflejando un incremento interanual de 93.97% (US\$131,901 miles), comportamiento asociado a una mayor recaudación de tasas de servicios públicos y diversos, los cuales permitieron una mejora en los ingresos por venta de bienes y servicios (+193.11%; US\$109,113 miles); en menor medida, los ingresos por transferencias corrientes y tributarios contribuyeron a esta tendencia incrementando en 38.41%(+US\$22,241 miles) y 16.94% (US\$2,273 miles), respectivamente.

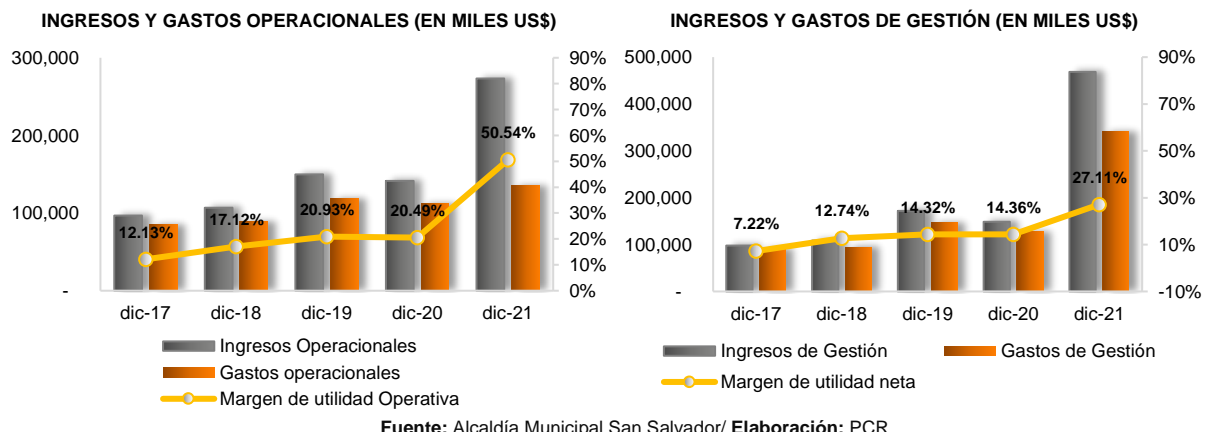
La Alcaldía de San Salvador ha presentado una tasa de crecimiento promedio ponderado en sus ingresos operacionales del 19.94% en los últimos cinco años (2017 – 2021), a nivel operacional estuvo apoyado por los aumentos graduales en la recaudación de tributos y de las tasas municipales, en especial por el alumbrado, manejo de desechos y permisos municipales, aunado a las transferencias corrientes recibidas por parte de las otras dependencias.

### Costos y Gastos

Al período de análisis, los costos y gastos de la alcaldía totalizaron US\$22,760 miles, reportando un incremento de 20.24% (US\$22,760 millones), derivado de la expansión en los gastos de transferencias otorgadas al sector público (+34.0%; US\$19,738 miles) y de mayores gastos de bienes de consumo y servicios (+26.0%; US\$4,801 miles) por servicios básicos, papelería, productos textiles, otros.

Por el lado de los gastos financieros, éstos reportaron un incremento de 47.1% (+US\$3,948 miles), derivado de mayores pagos de intereses bancarios y por emisión de titularización. Por su parte, los gastos por actualización y ajustes presentan un mayor aumento debido a la reclasificación de gastos en facturas de proveedores, los cuales fueron pagados con una fuente diferente en años anteriores.

Desde el 2017 hasta 2021, los costos y gastos de la alcaldía, mostraron un crecimiento compuesto de 6.24%, 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. Por lo anterior, se observa un resultado operativo por US\$138,120 miles, superior al reportado en el período previo (US\$28,979 miles), motivado por una mejora en los ingresos por venta de bienes y servicios; e ingresos tributarios. En este sentido, el margen operativo la alcaldía se ubicó en mejor posición al pasar de 20.49% a 50.54% al período analizado.



Finalmente, a pesar de la expansión en los gastos financieros (+47.1%), principalmente por las operaciones de titularización y de gastos por intereses y comisiones bancarias, el margen neto resultó en 27.11%, derivado de la mejora en los gastos de gestión de la municipalidad, los cuales permitieron un crecimiento en la utilidad operativa (+494.7%).

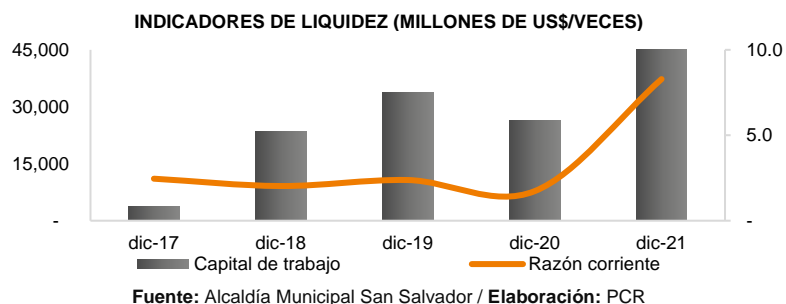
### Riesgo de Liquidez

El riesgo de liquidez hace referencia a la dificultad de la entidad para poder hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo debido a la incapacidad de convertir sus activos en liquidez sin incurrir en pérdidas.

A la fecha de análisis, los activos de la entidad han reportado una tasa de crecimiento interanual de 8.91% (US\$42,799 miles), motivados por el aumento en las disponibilidades y deudores monetarios, los cuales registraron el mayor incremento de 1,352.9% (+US\$31,730 miles) y 211.8% (+US\$117,529 miles), respectivamente.

Por su parte, el ratio de liquidez (que mide la capacidad de cubrir sus obligaciones menores a un año con sus activos corrientes) fue de 8.29 veces, siendo mayor en 6.56 veces a lo reportado a diciembre 2020 (1.73 veces). Por lo anterior, el capital de trabajo disponible para la alcaldía fue de US\$186,701 miles, incrementando en 606.1%

(+US\$160,259 miles) respecto al reportado en el período pasado. En este sentido, la alcaldía dispone de la liquidez necesaria para cubrir las obligaciones de corto plazo.



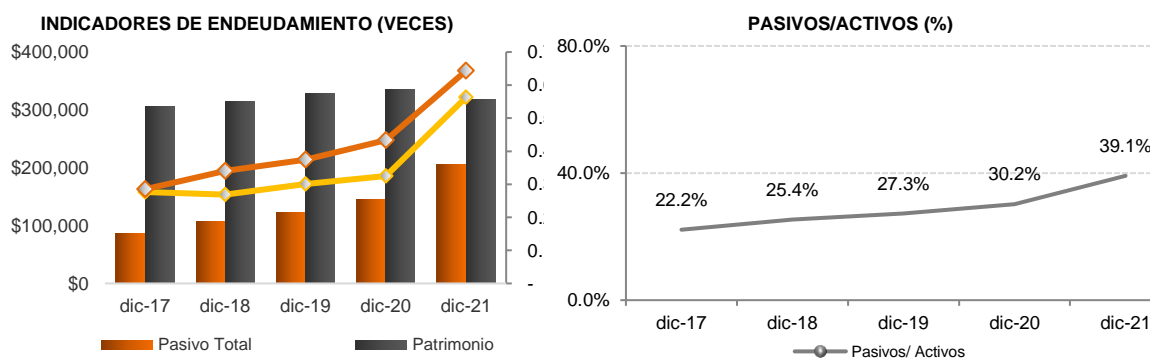
### Riesgo de solvencia

Este riesgo se asocia a la capacidad de la entidad para cumplir con sus obligaciones financieras y asegurar fondos en el futuro. Lo cual se encuentra relacionado con la estructura de capital general de la institución, su grado de apalancamiento y el riesgo asociado con su estructura.

Durante los últimos cinco años (2017-2021), los pasivos evidenciaron una tasa de crecimiento compuesta de 41.04%, comportamiento asociado a la expansión del endeudamiento interno y en menor medida por los acreedores financieros. A diciembre 2021, los pasivos totalizaron US\$204,909 miles, impulsados por la adquisición de compromisos financieros ante la colocación en el mercado bursátil de la nueva emisión de títulos valores (FTHVAMSS05), la cual generó un aumento en el endeudamiento interno (+67.98%; US\$61,678 miles).

Respecto al patrimonio, la alcaldía registró un saldo de US\$318,501 miles, reflejando una disminución de -5.02% (-US\$16,825 miles), como resultado del comportamiento de los resultados acumulados de la alcaldía. Por su parte, es necesario destacar que el patrimonio ha presentado un crecimiento ponderado de 1.86% en los últimos cinco años (2017-2021).

Al período de análisis, los niveles de endeudamiento patrimonial se han visto presionados al reportar un indicador de 0.64 veces, por encima del 0.43 veces registrado al cierre del año previo, este comportamiento obedece al constante crecimiento de las obligaciones financieras de la alcaldía. Por su parte, el indicador de pasivos sobre activos se ubicó en 39.1%, por encima del reportado en el período previo (diciembre 2020: 30.2%), asociado a los compromisos financieros adquiridos, los cuales permitieron costear parte de las operaciones de la alcaldía. Cabe destacar que a pesar de la tendencia alcista en los indicadores de endeudamiento, la alcaldía respalda de manera suficiente el total de las obligaciones.



## Análisis de la Titularizadora – Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora

### Reseña

Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora es una empresa salvadoreña cuya finalidad es brindar liquidez a activos propiedad del sector corporativo salvadoreño, regional y otras entidades del sector público, mediante la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales a través de la constitución y administración de Fondos de Titularización, en conformidad con la Ley de Titularización de Activos. La empresa ofrece servicios de estudio de factibilidad, así como la estructuración de proyectos de Titularización. Hencorp Valores en su calidad de Sociedad Titularizadora se encarga de custodiar, administrar y representar legalmente a los Fondos de Titularización.



## Accionistas y Consejo de Gerentes

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

PARTICIPANTES SOCIALES		CONSEJO DE GERENTES	
Accionista	Participación	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 / Elaboración: PCR

### Experiencia y participación de mercado

Hencorp Valores es una empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. Los ejecutivos de Hencorp Valores, cuentan con formación académica apropiada y amplia 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\$1,087 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

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, Hencorp Valores 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, es de vital importancia evaluar el riesgo de liquidez de la compañía. En ese sentido, a diciembre 2021, Hencorp presentó una ligera disminución en su razón corriente, cerrando en 3.0 veces (diciembre 2020: 3.3 veces), pero manteniendo una buena capacidad financiera para responder a sus obligaciones de corto plazo.

#### LIQUIDEZ (VECES)

Liquidez	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Razón Corriente	3.2	2.4	3.2	3.3	3.0

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

Por su parte, las utilidades netas reportadas a diciembre 2021 alcanzaron los US\$1,848 miles, mostrando un importante crecimiento de 44.0% (+US\$565 miles) respecto a diciembre 2020. Lo anterior influyó en una mejora de los indicadores de rentabilidad al reportar un retorno sobre activos (ROA) de 37.7 (diciembre 2020: 32.7%). Asimismo, el retorno patrimonial (ROE) se ubicó en 56.2%, evidenciando un crecimiento de 9.0 p.p. respecto a diciembre 2020 (47.2%).

#### ROA Y ROE (%)

Rentabilidad	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
ROA	34.6%	28.8%	34.6%	32.8%	37.7%
ROE	49.9%	49.1%	50.6%	47.2%	56.2%

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

## Instrumento Clasificado (FTHVAMS05)

#### DATOS BÁSICOS DE LA EMISIÓN<sup>3</sup>

Emisión	
Emisor	: Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Cinco – FTHVAMS 05 (en adelante, el Fondo de Titularización).
Emisión	: Valores de titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador (VTHVAMS 05).
Originador	: Municipio de San Salvador.
Monto de la Emisión:	: Hasta US\$124,493,000.00
Valor mínimo y múltiplos de contratación de anotaciones	: Cien (US\$ 100.00) y Múltiplos de cien dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00).

3 Recuperado de Bolsa de Valores: <https://www.bolsadevalores.com.sv/index.php/participantes-del-mercado/emisores/originadores/participantes-del-mercado/emisores/directorio?view=originator&ID=10>

<b>electrónicas de valores en cuenta:</b>	
<b>Clase de Valor:</b>	Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al FONDO DE TITULARIZACIÓN HENCORP VALORES ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR CERO CINCO representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta.
<b>Moneda de negociación:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América
<b>Plazo de la emisión</b>	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de doscientos cuarenta meses.
<b>Respaldo de la Emisión:</b>	El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVAMS CERO CINCO, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los primeros flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos mensuales percibidos por el Municipio de San Salvador.
<b>Plazo de Negociación:</b>	De acuerdo con el Artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, el FTHVAMS CERO CINCO, dispone del plazo de ciento ochenta días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para negociar el setenta y cinco por ciento de la misma. En caso no cumpla con el plazo estipulado se procederá a la liquidación del Fondo de Titularización de acuerdo con los mecanismos también establecidos en la Ley de Titularización de Activos.
<b>Tasa de Interés:</b>	La Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones electrónicas de valores en cuenta de cada titular durante todo el periodo de vigencia de la emisión que se calcularán con base en el año calendario. La Tasa de Interés podrá ser fija o variable a opción de la Titularizadora, lo que se determinará antes de la colocación de los Valores de Titularización. Si la tasa es variable estará conformada por una tasa base o de referencia y un diferencial de interés o sobretasa fija. La tasa base o de referencia a utilizar será: (i) la Tasa de Interés Básica Pasiva Promedio Ponderado, TIBP, a ciento ochenta días plazo publicada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, la semana anterior a la primera negociación del tramo o de su reajuste; o (ii) la tasa denominada "London Interbank Offered Rate", mejor conocida como "LIBOR" a seis meses plazo en su más reciente publicación por la "ICE Benchmark Administration Limited". A la tasa base se le sumará una sobretasa que será fija mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión; dicha sobretasa no podrá ser menor de cero punto cero uno por ciento mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión. En el caso de optar por tasa variable, la Sociedad Titularizadora podrá determinar una tasa de interés máxima, la que se establecerá al momento de la colocación. Asimismo, la Sociedad Titularizadora podrá determinar una tasa de interés mínima, la que se establecerá al momento de la colocación. Si la tasa es variable los reajustes de la tasa de interés se realizarán semestralmente y deberán ser comunicados a la Bolsa de Valores, mediante notificación por escrito de la Sociedad Titularizadora, debidamente legalizada ante Notario, y la Bolsa de Valores a la Superintendencia del Sistema Financiero a más tardar un día hábil antes de la vigencia de la nueva tasa, acompañada de la documentación respectiva que compruebe la tasa base de interés utilizada. La Sociedad Titularizadora con cargo al FTHVAMS CERO CINCO deberá publicar en un periódico de circulación nacional los reajustes de las tasas de interés el día hábil antes de la fecha de reajuste.
<b>Ratios Financieros de la Emisión:</b>	a) De conformidad a lo dispuesto en el Artículo cinco de la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal, durante la vigencia de la emisión a cargo del FTHVAMS CERO CINCO, el Municipio de San Salvador, se encontrará sujeto a cumplir con el siguiente límite de endeudamiento municipal: Saldo deuda pública municipal sobre ingresos operacionales del ejercicio fiscal anterior, el cual no podrá ser superior a uno punto siete veces. De conformidad con lo dispuesto en la ley enunciada anteriormente, se entenderá como deuda pública municipal a todos aquellos créditos cuyos vencimientos sean mayores de un año. Dicha deuda es generadora de intereses, y corresponde a la definida en la cuenta del Balance General como Endeudamiento Interno y Externo. Se entenderá como Ingresos Operacionales, los ingresos corrientes más transferencias del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios definidos en las cuentas de Estado de Resultados como Ingresos de Gestión. Si el indicador es superior al máximo permitido en un período de medición, se notificará al Municipio de San Salvador, el cual estará facultado para realizar aportes adicionales de conformidad con la cláusula 3.32 del presente instrumento, para redimir parcialmente los Valores de Titularización - Títulos de Deuda por un monto que no podrá exceder al necesario para dar cumplimiento al ratio en el período posterior de medición. Si el indicador es superior al máximo permitido por dos períodos semestrales consecutivos, se presentaría el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero. El ratio financiero se calculará con Estados Financieros al cierre de los meses de junio y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVAMS CERO CINCO. b) La Eficiencia Operativa de los últimos doce meses no deberá ser mayor a UNA VEZ. Se entenderá como Eficiencia Operativa al Resultado de dividir la suma de las cuentas contables Gastos en Personal, Gasto en Bienes de Consumo y Servicios y Gastos Financieros y Otros entre la suma de las cuentas contables Ingresos Tributarios, Ingresos por Tasas Municipales, Transferencias Corrientes del Sector Público y Transferencias de Capital del Sector Público, del Estado de Rendimiento Económico. El ratio financiero se calculará con Estados Financieros al cierre de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, mientras existan obligaciones vigentes a favor de los Tenedores de Valores del FTHVAMS CERO CINCO. Si el indicador es superior al máximo permitido en un periodo de medición, el Municipio de San Salvador se obliga a realizar aportes adicionales mensuales de conformidad con la cláusula 8) del presente instrumento, equivalentes al DIEZ PORCIENTO del monto de cesión mensual a enterar, hasta que dicho ratio sea menor o igual al valor máximo permitido en un próximo periodo de medición. Estos aportes serán únicamente utilizados para redimir de forma anticipada, parcialmente, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda vigentes
<b>Destino de los Fondos:</b>	De conformidad a lo dispuesto en los artículos Cuatro y Seis de la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal, los fondos que el Municipio de San Salvador, reciba provenientes de la colocación de los Valores de Titularización emitidos en uno o más tramos con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS CERO CINCO, serán invertidos: a) Si su Categorización Municipal emitida por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental sea "A", 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) Si su Categorización Municipal emitida por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental sea "B", en la Reestructuración de Pasivos y, cuando los proyectos a financiar le generen un retorno que le permita mejorar sus indicadores, 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); y c) Su Categorización Municipal emitida por la Dirección General de Contabilidad Gubernamental sea "C", únicamente en la Reestructuración de Pasivos.
<b>Procedimiento en Caso de Mora</b>	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.
<b>Redención anticipada</b>	: En caso la Eficiencia Operativa superara el límite establecido en la cláusula 3.27.2 del contrato de titularización, el Municipio de San Salvador estará obligado a realizar aportes adicionales de manera mensual equivalentes al DIEZ POR CIENTO del correspondiente monto de cesión mensual hasta que dicho ratio sea menor o igual al valor máximo permitido en un próximo periodo de medición. Estos aportes serán únicamente utilizados para redimir de forma anticipada, parcialmente, los Valores de Titularización – Títulos de Deuda vigentes. En cualquier caso, la redención se efectuará al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. de C.V. En caso de redención anticipada, el FTHVAMS CERO CINCO por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia, a la Bolsa de Valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por el Concejo de Gerentes de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora
<b>Forma de Representación de los Valores:</b>	: Anotaciones electrónicas de Valores en cuenta en la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.
<b>Bolsa en la que se inscribe la emisión:</b>	: Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.
<b>Forma de amortización de capital:</b>	: La forma de pago de capital podrá ser mensual, trimestral, semestral, anual o al vencimiento en cuotas iguales o desiguales y será definida por la Titularizadora antes de la colocación.

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

### Características de los instrumentos clasificados

#### DETALLE DE LA EMISIÓN

<b>Descripción</b>	
<b>Monto</b>	Hasta US\$ 124,493,000.00
<b>Tasa Rendimiento a Inversionistas</b>	La tasa de Interés podrá ser fija o variable a opción de la Titularizadora, lo que se determinará antes de la colocación de los Valores de Titularización.
<b>Plazo</b>	20 años (240 meses)
<b>Periodicidad Amortización de Capital</b>	Mensual
<b>Periodicidad Pago Intereses</b>	Mensual
<b>Monto a Ceder por el Municipio Mensual</b>	Del mes 1-240: \$1,145,000.00
<b>Destino de los Fondos</b>	Reestructuración de Pasivos e Inversiones en Proyectos

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

El monto de la emisión es de hasta US\$124, 493,000.00 representada por al menos 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 será en oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador y por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa.

Los flujos por ceder al Fondo de Titularización en los doscientos cuarenta 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.

#### DETALLE DE TRAMOS EMITIDOS

TRAMOS VIGENTES	MONTO COLOCADO	SALDO	FECHA DE COLOCACIÓN	FECHA DE VENCIMIENTO	PLAZO (MESES)	TASA	PAGO CUPÓN
FTHVAMS05 -TRAMO 1	43,572,000	43,572,000	31/8/2021	31/8/2041	244	8.70%	MENSUAL
FTHVAMS05 -TRAMO 2	62,246,000	62,246,000	31/8/2021	31/8/2041	244	8.70%	MENSUAL
FTHVAMS05 -TRAMO 3	3,000,000	3,000,000	31/8/2021	31/3/2028	80	7.25%	MENSUAL
FTHVAMS05 -TRAMO 4	600,000	600,000	31/8/2021	31/3/2028	80	7.25%	MENSUAL
FTHVAMS05 -TRAMO 5	15,075,000	15,075,000	18/10/2021	18/10/2028	85	7.70%	MENSUAL
<b>TOTAL</b>	<b>124,493,000</b>	<b>124,493,000</b>				<b>7.92%</b>	

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

### 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:

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. Los ingresos facultados por el Municipio de San Salvador se detallan a continuación:

FLUJOS FINANCIEROS FUTUROS	
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. Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes;
11. El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga;
12. El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectuare;
13. Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos;
14. Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas.<sup>4</sup>

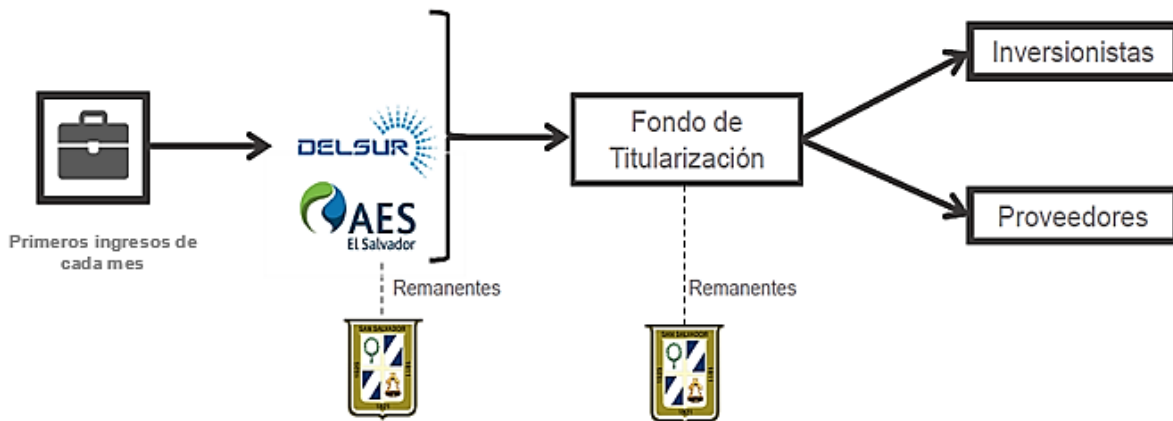
Los montos establecidos son libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles aplicados, correspondiendo al Municipio de San Salvador, el pago ya sea a la administración tributaria o a la entidad competente, de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general,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

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

Los montos establecidos serán 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.

Se realizarán 240 cesiones de flujos hacia el Fondo de Titularización por parte del Originador. El monto total por ceder asciende a US\$274, 800,000.00. La cesión de los flujos futuros se lleva a cabo a través de la Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador (CAESS), Distribuidora DEL SUR, S.A. DE C.V. y el ISDEM (Fondos FODES), a partir del día uno de cada mes.

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 hacen 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 FTHVAMS 05;

<sup>4</sup> Art. 63, Código Municipal de El Salvador  
[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

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.

## **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 a celebrar los siguientes Contratos:

- Orden Irrevocable de Pago Primaria: a ser suscrita con Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador, S.A. de C.V. para trasladar los Montos de Cesión Mensual a la Cuenta Discrecional.
- Orden Irrevocable de Pago Secundaria: a ser suscrita con Distribuidora de Electricidad DEL SUR, S.A. DE C.V., para trasladar los Montos de Cesión Mensual a la Cuenta Discrecional de manera subsidiaria.
- Convenio de Administración de Cuentas Bancarias sobre la principal Cuenta Colectora del Municipio de San Salvador.

No obstante, estos instrumentos de colecturía no limitan la responsabilidad de la Alcaldía Municipal de trasladar el total de la cesión de los flujos futuros.

### **Principales riesgos**

<b>Riesgos asociados a la titularización.</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Riesgo de Mora.</b> 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: Órdenes Irrevocables de Pago y Cuentas Restringidas dentro del vehículo.</li> <li>• <b>Riesgo regulatorio.</b> 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.</li> </ul>
<b>Riesgos asociados a la emisión.</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Riesgo de Liquidez:</b> 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.</li> <li>• <b>Riesgo de mercado:</b> 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.</li> <li>• <b>Riesgo de tasa de interés:</b> 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.</li> </ul>

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

### **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 principal, derivado de los valores emitidos con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS 05. Por lo tanto, con datos al cierre de 2021, 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. 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.

El Fondo de Titularización cuenta con los mecanismos legales-jurídicos para la administración de los flujos a obtener por parte del Originador; además la porción de ingresos que cederá la Municipalidad no generaría impactos negativos a la situación financiera del Originador. El establecimiento de OIP, la cuenta restringida y discrecional aseguran el traslado y custodia de los fondos obtenidos a través de la cesión. A pesar de esto, es importante evaluar la capacidad de la entidad originadora (Alcaldía Municipal de San Salvador) de generar ingresos que respalden la Emisión.

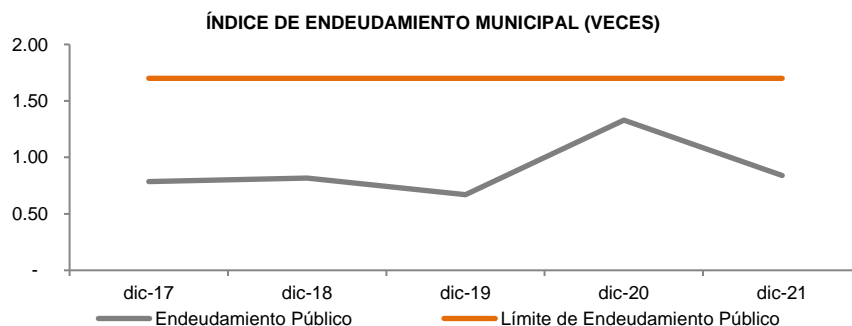
### **Resguardos Financieros**

#### **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>5</sup>, los ingresos corrientes más las transferencias del Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios (FODES).

A la fecha de análisis, el ratio de endeudamiento se ubicó en 0.84 veces, por debajo del registrado en el periodo anterior (diciembre 2020: 1.33), reportando un adecuado cumplimiento en los niveles de endeudamiento respecto a lo requerido por Ley (1.7 veces). Dicho comportamiento estuvo acompañado por la evolución de los ingresos operacionales, lo cual permitió que los niveles de endeudamiento público se mantuvieran con relativa estabilidad.



Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

### **Eficiencia Operativa.**

De acuerdo con los lineamientos del contrato de titularización, la eficiencia operativa no deberá ser mayor a UNA VEZ (1.0). Se entenderá como Eficiencia Operativa el Resultado de dividir la suma de las cuentas contables Gastos en Personal, Gasto en Bienes de Consumo y Servicios, y Gastos Financieros, entre la suma de las cuentas contables Ingresos Tributarios, Ingresos adicionales por rehabilitación del centro histórico, Ingresos por Tasas Municipales, Transferencias Corrientes del Sector Público y Transferencias de Capital del Sector Público, del Estado de Rendimiento Económico.

De acuerdo con los lineamientos establecidos en el contrato de cesión al FTHVAMS05, se determina que, si indicador es superior al máximo permitido en un periodo de medición, el Municipio de San Salvador se obliga a realizar aportes adicionales mensuales de conformidad con la cláusula 8) del presente instrumento, equivalentes al DIEZ PORCIENTO del monto de cesión mensual a enterar, hasta que dicho ratio sea menor o igual al valor máximo permitido en un próximo periodo de medición. Estos aportes serán únicamente utilizados para redimir de forma anticipada, parcialmente, los Valores de Titularización – Títulos de Deuda vigentes.

Al período de análisis, el índice de eficiencia operativa de la Alcaldía se ubicó en 0.36 veces, por debajo del promedio proyectado para la vigencia de la presente emisión (0.82 veces), cumpliendo con el requerimiento definido en la estructura de la emisión.

### **Cobertura de la emisión**

#### **Cobertura de OIP respecto a la cesión.**

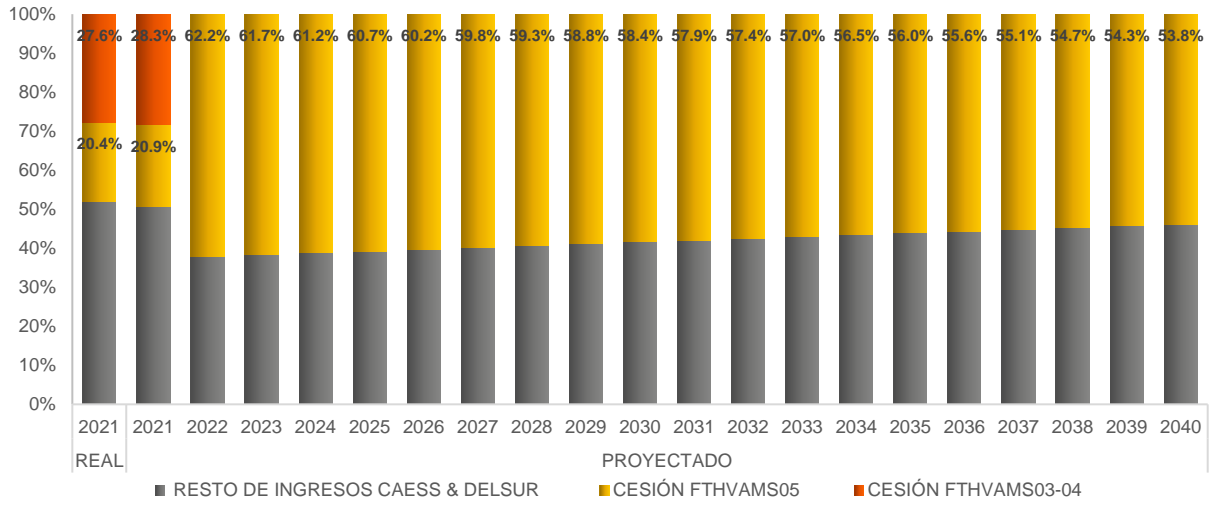
El establecimiento de una Orden Irrevocable de Pago (OIP) asegura el traslado y custodia de los fondos obtenidos a través de la cesión. En este sentido los ingresos recaudados por las OIP sumaron US\$22,465 miles, evidenciando una tasa de crecimiento de 3.3% (+US\$715 miles).

Considerando la prelación de pagos a las emisiones de los fondos de titularización FTHVAMS03-04, hasta el mes de agosto de 2021, los flujos que éstas percibieron totalizaron en US\$6,208 miles, otorgando una cobertura de 3.6 veces. En este sentido, a incluir los flujos cedidos a partir de septiembre 2021 a la emisión FTHVAMS05 (US\$4,850 miles), la cobertura sobre a dicha emisión resultó en 2.8 veces. Cabe precisar que, al cierre de 2021 los flujos cedidos a los fondos de titularización sumaron US\$10,788 miles, otorgando una cobertura combinada de 2.8 veces, levemente por encima de la proyectada 2.03 veces.

Por su parte, al tomar en consideración que la emisión de los valores de titularización FTHVAMS05 se colocó en el mes de agosto 2021, la cesión de flujos representó el 20.4% de los ingresos recaudados por las OIP, ligeramente por debajo del proyectado a la fecha de análisis (20.9%).

<sup>5</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. [www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

**PARTICIPACIÓN DE CESIÓN SOBRE INGRESOS RECAUDADOS POR OIP (%)**



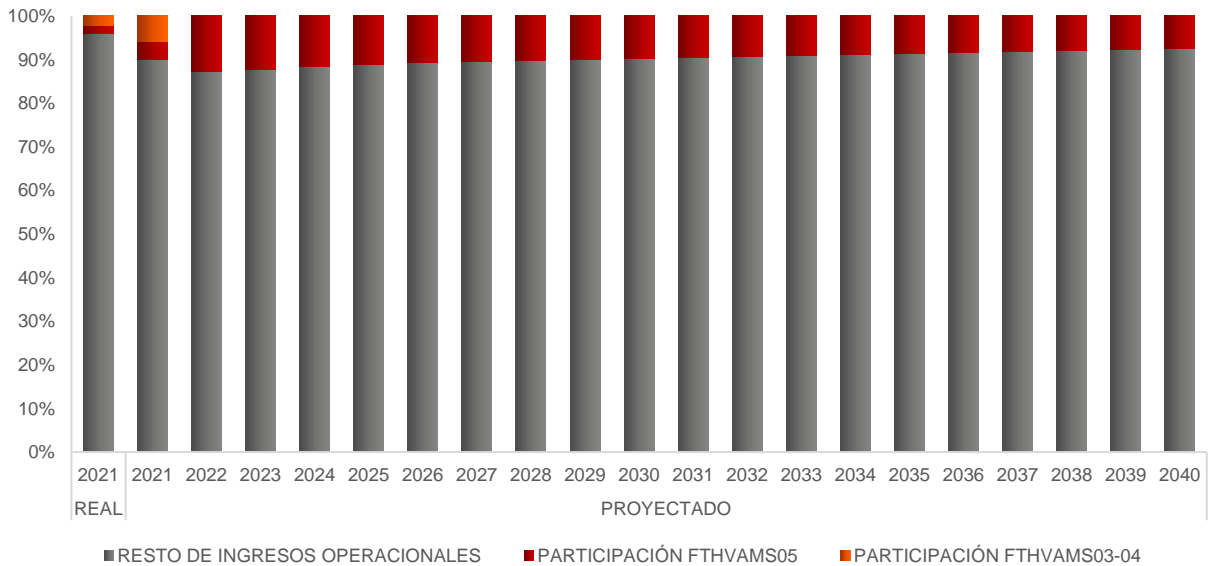
Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

**Fondo de Titularización VTHVAMS05**

La Alcaldía Municipal de San Salvador cede los derechos sobre los flujos financieros futuros provenientes de todos los ingresos facultados legalmente para el pago de financiamiento de US\$124,493 miles, los cuales fueron utilizados para 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 mensual que la Alcaldía Municipal de San Salvador deberá destinar al Fondo de Titularización para cumplir con la titularización será de US\$1,145 miles. De acuerdo con las estimaciones realizadas, la cesión promedio tendrá una participación de 9.4% anual. A la fecha de análisis se han pagado cuatro cuotas de la emisión<sup>6</sup>, equivalentes a un monto cedido de US\$4,580 miles, representando el 1.7% sobre los ingresos operacionales y otorgando una cobertura de 58.32 veces, por encima de la proyectada (participación: 4.3%; Cobertura: 22.10 veces), ante la mayor recaudación de los ingresos de la alcaldía.

**PROYECCIÓN INGRESOS MUNICIPALES VS CESIÓN ANUAL**



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

6 El 31 de agosto de 2021 se colocaron los primeros tramos del FTHVAMS05 en el mercado de valores.  
[www.ratingspcr.com](http://www.ratingspcr.com)

**Estados Financieros No Auditados de Alcaldía San Salvador**

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (EN MILES US\$)					
COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>FONDOS</b>	<b>3,733</b>	<b>44,620</b>	<b>57,191</b>	<b>61,601</b>	<b>211,323</b>
DISPONIBILIDADES	596	871	2,288	2,345	34,076
ANTICIPO DE FONDOS	3,136	2,783	3,271	3,755	4,218
DEUDORES MONETARIOS	0	40,966	51,632	55,500	173,030
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>	<b>294,106</b>	<b>280,150</b>	<b>296,133</b>	<b>326,382</b>	<b>219,491</b>
INVERSIONES TEMPORALES	1,500	500	0	0	0
INVERSIONES PERMANENTES	364	364	364	364	364
INVERSIONES EN PRÉSTAMOS, CORTO PLAZO	0	0	0	0	0
INVERSIONES EN PRÉSTAMOS, LARGO PLAZO	13	13	13	13	13
DEUDORES FINANCIEROS	292,054	279,098	292,401	322,627	215,713
INVERSIONES INTANGIBLES	175	175	3,355	3,377	3,401
<b>INVERSIONES EN EXISTENCIAS</b>	<b>1,118</b>	<b>939</b>	<b>803</b>	<b>1,037</b>	<b>997</b>
<b>INVERSIONES EN BIENES DE USO</b>	<b>90,376</b>	<b>91,244</b>	<b>90,688</b>	<b>86,509</b>	<b>85,645</b>
BIENES DEPRECIABLES	37,883	38,751	38,195	33,635	32,771
BIENES NO DEPRECIABLES	52,493	52,493	52,493	52,874	52,874
<b>INVERSIONES EN PROYECTOS Y PROGRAMAS</b>	<b>3,572</b>	<b>4,683</b>	<b>5,608</b>	<b>5,084</b>	<b>5,954</b>
INVERSIONES EN BIENES PRIVATIVOS	3,381	4,578	4,593	4,596	4,596
INVERSIONES DE USO PÚBLICO Y DESARROLLO	191	105	1,015	488	1,358
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>392,905</b>	<b>421,636</b>	<b>450,423</b>	<b>480,612</b>	<b>523,411</b>
<b>DEUDA CORRIENTE</b>	<b>2,581</b>	<b>22,693</b>	<b>24,352</b>	<b>36,195</b>	<b>25,620</b>
DEPÓSITOS DE TERCEROS	2,581	2,836	4,341	5,943	6,448
ACREEDORES MONETARIOS	0	19,858	20,011	30,252	19,171
<b>ENDEUDAMIENTO INTERNO</b>	<b>69,297</b>	<b>79,346</b>	<b>93,292</b>	<b>90,728</b>	<b>152,407</b>
EMPRÉSTITOS DEL GOBIERNO CENTRAL	13,992	14,008	14,008	14,008	14,008
EMPRÉSTITOS DE EMPRESAS PÚBLICAS FINANCIERAS	2,155	1,449	724	0	14,501
EMPRÉSTITOS DE EMPRESAS PRIVADAS FINANCIERAS	2,663	9,429	6,500	6,382	0
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN	50,486	54,461	72,059	70,338	123,897
<b>ACREEDORES FINANCIEROS</b>	<b>15,264</b>	<b>5,146</b>	<b>5,144</b>	<b>18,362</b>	<b>26,883</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>87,142</b>	<b>107,186</b>	<b>122,788</b>	<b>145,285</b>	<b>204,909</b>
PATRIMONIO MUNICIPALIDADES	9,701	9,701	9,701	9,701	9,701
DONACIONES Y LEGADOS DE BIENES	39,252	39,252	40,198	40,198	40,225
RESULTADO EJERCICIOS ANTERIORES	208,455	210,336	211,681	222,692	100,197
SUPERÁVIT POR REEVALUACIÓN	41,438	41,438	41,438	41,438	41,438
DETRIMENTO PATRIMONIAL	-154	-123	-56	-56	-56
RESULTADO EJERCICIO	7,070	13,846	24,674	21,355	126,995
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>305,763</b>	<b>314,451</b>	<b>327,635</b>	<b>335,327</b>	<b>318,501</b>
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	<b>392,905</b>	<b>421,636</b>	<b>450,423</b>	<b>480,612</b>	<b>523,411</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR

ESTADO DE RENDIMIENTO ECONÓMICO (EN MILES US\$)					
COMPONENTES	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>96,787</b>	<b>106,881</b>	<b>149,812</b>	<b>141,414</b>	<b>273,315</b>
INGRESOS TRIBUTARIOS	13,693	14,482	13,965	13,416	15,689
INGRESOS POR TRANSFERENCIAS CORRIENTES RECIBIDAS	28,732	24,918	63,323	57,903	80,144
INGRESOS POR TRANSFERENCIAS DE CAPITAL RECIBIDAS	8,869	9,716	10,587	13,593	11,866
INGRESOS POR VENTA DE BIENES Y SERVICIOS	45,492	57,764	61,937	56,502	165,616
<b>COSTOS Y GASTOS OPERACIONALES</b>	<b>85,050</b>	<b>88,587</b>	<b>118,461</b>	<b>112,434</b>	<b>135,195</b>
GASTOS DE INVERSIONES PÚBLICAS	3,614	5,919	1,716	1,922	1,315
GASTOS DE PERSONAL	23,308	24,934	27,491	30,095	29,734
GASTOS EN BIENES DE CONSUMO Y SERVICIOS	26,065	26,180	15,688	18,496	23,297
GASTOS DE BIENES CAPITALIZABLES	397	127	69	55	2,513
GASTOS DE TRANSFERENCIAS OTORGADAS	29,624	30,933	72,992	58,095	77,833
COSTO DE VENTAS Y CARGOS CALCULADOS	2,041	494	504	3,771	504
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>11,737</b>	<b>18,293</b>	<b>31,351</b>	<b>28,979</b>	<b>138,120</b>
<b>OTROS INGRESOS</b>	<b>1,149</b>	<b>1,837</b>	<b>22,114</b>	<b>7,262</b>	<b>195,169</b>
INGRESOS FINANCIEROS Y OTROS	193	94	69	45	119
INGRESOS POR ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	955	1,743	22,044	7,216	195,050
<b>OTROS GASTOS</b>	<b>5,815</b>	<b>6,284</b>	<b>28,839</b>	<b>14,887</b>	<b>206,294</b>
GASTOS FINANCIEROS Y OTROS	5,278	5,801	6,867	8,385	12,334
GASTOS DE ACTUALIZACIONES Y AJUSTES	537	483	21,973	6,501	193,960
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>7,070</b>	<b>13,846</b>	<b>24,625</b>	<b>21,355</b>	<b>126,995</b>

Fuente: Alcaldía Municipal San Salvador / Elaboración: PCR



## Estados Financieros Auditados del Fondo de Titularización

BALANCE GENERAL (US\$ MILLONES)	
COMPONENTES	dic-21
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>18.70</b>
BANCOS	4.62
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN	14.08
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>254.19</b>
ACTIVOS EN TITULARIZACIÓN LARGO PLAZO	254.19
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>272.89</b>
<b>PASIVO</b>	<b>272.89</b>
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>3.22</b>
DOCUMENTOS POR PAGAR	0.74
COMISIONES POR PAGAR	
HONORARIOS PROFESIONALES POR PAGAR	0.04
OTRAS CUENTAS POR PAGAR	0.06
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (CORTO PLAZO)	2.37
IMPUESTOS Y RETENCIONES POR PAGAR	0.00
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>272.57</b>
OBLIGACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (LARGO PLAZO)	121.75
PARTICIPACIONES POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS (LARGO PLAZO)	
INGRESOS DIFERIDOS	150.81
EXCEDENTE ACUMULADO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN	-2.89
EXCEDENTES DEL EJERCICIO	-2.89
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>272.89</b>
TOTAL PATRIMONIO	
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	<b>272.89</b>

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

ESTADO DE DETERMINACIÓN DE EXCEDENTES DEL FONDO (US\$ MILLONES)	
COMPONENTES	dic-21
INGRESOS DE OPERACIÓN Y ADMINISTRACIÓN	2.59
INGRESOS POR INVERSIONES	0.02
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>2.61</b>
EGRESOS	0.00
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN Y OPERACIÓN	1.69
POR ADMINISTRACIÓN Y CUSTODIA	1.53
POR CLASIFICACIÓN DE RIESGO	0.06
POR SERVICIOS DE VALUACIÓN	0.01
POR HONORARIOS PROFESIONALES	0.08
GASTOS FINANCIEROS	3.45
INTERESES VALORES TITULARIZACIÓN	3.45
OTROS GASTOS	0.36
OTROS GASTOS	0.36
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>5.50</b>
<b>EXCEDENTE (DÉFICIT) DEL EJERCICIO</b>	<b>-2.89</b>

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

## Estados Financieros de Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora

BALANCE GENERAL HENCORP VALORES, LTDA., TITULARIZADORA (US\$ MILES)					
COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES					
BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS	143	1,430	666	2,543	3,580
INVERSIONES FINANCIERAS	2,987	2,395	2,493	143	143
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	726	760	879	1,045	1,008
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR RELACIONADAS	108	91	90	92	71
RENDIMIENTOS POR COBRAR	2	3	2	19	-
IMPUESTOS	57	60	62	54	92
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4,023</b>	<b>4,740</b>	<b>4,192</b>	<b>3,897</b>	<b>4,894</b>
MUEBLES	22	9	8	10	10
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>
CUENTAS POR PAGAR	486	486	568	497	703
CUENTAS POR PAGAR RELACIONADAS	-	150	130	147	121
IMPUESTOS POR PAGAR	603	590	631	544	792
DIVIDENDOS POR PAGAR	150	741	-	-	-
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,239</b>	<b>1,967</b>	<b>1,329</b>	<b>1,188</b>	<b>1,616</b>
CAPITAL	1,165	1,177	1,177	1,200	1,200
RESERVAS DE CAPITAL	233	233	235	235	240
RESULTADOS	1,408	1,372	1,458	1,284	1,848
RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS ANTERIORES	7	5	5	0	-
RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	1,401	1,367	1,453	1,283	1,848
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,806</b>	<b>2,782</b>	<b>2,871</b>	<b>2,719</b>	<b>3,288</b>
<b>TOTAL PASIVO MÁS PATRIMONIO</b>	<b>4,045</b>	<b>4,750</b>	<b>4,199</b>	<b>3,907</b>	<b>4,904</b>
CUENTAS CONTINGENTES DE COMPROMISO DEUDORAS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
<b>TOTAL</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>
CUENTAS CONTINGENTES Y DE COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
RESPONSABILIDAD POR OTRAS CONTINGENCIAS Y COMPROMISOS	633,428	607,068	628,854	654,915	786,028
<b>TOTAL</b>	<b>633,428</b>	<b>607,068</b>	<b>628,854</b>	<b>654,915</b>	<b>786,028</b>

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

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

COMPONENTE	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
<b>INGRESOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>3,280</b>	<b>3,343</b>	<b>3,501</b>	<b>3,055</b>	<b>5,102</b>
INGRESOS POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3,280	3,343	3,501	3,055	5,102
<b>COSTOS DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>1,290</b>	<b>1,394</b>	<b>1,432</b>	<b>1,290</b>	<b>2,546</b>
GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	12	93	80	15	900
GASTOS GENERALES DE ADMINISTRACIÓN Y DE PERSONAL DE OPERACIONES DE TITULARIZACIÓN	1,254	1,285	1,348	1,272	1,642
GASTOS POR DEPRECIACIÓN, AMORTIZACIÓN Y DETERIORO POR OPERACIONES CORRIENTES	25	16	4	3	3
<b>RESULTADOS DE OPERACIÓN</b>	<b>1,990</b>	<b>1,949</b>	<b>2,069</b>	<b>1,765</b>	<b>2,556</b>
<b>INGRESOS FINANCIEROS</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>17</b>	<b>65</b>	<b>84</b>
INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	36	37	13	24	2
INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1	3	5	41	82
OTROS INGRESOS FINANCIEROS	4	-	-	-	0
<b>GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>0</b>
GASTOS POR OBLIGACIONES CON INSTITUCIONES FINANCIERAS	1	1	-	-	-
GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	24	3	1	0	0
OTROS GASTOS FINANCIEROS	-	5	9	7	-
PÉRDIDAS EN VENTA DE ACTIVOS	2	27	-	-	-
<b>RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>2,004</b>	<b>1,953</b>	<b>2,076</b>	<b>1,823</b>	<b>2,640</b>
IMPUESTO SOBRE LA RENTA	603	586	625	540	792
<b>RESULTADOS DESPUÉS DE IMPUESTOS</b>	<b>1,401</b>	<b>1,367</b>	<b>1,451</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>
INGRESOS EXTRAORDINARIOS	0	-	2	-	-
<b>RESULTADOS NETOS DEL PERIODO</b>	<b>1,401</b>	<b>1,367</b>	<b>1,453</b>	<b>1,283</b>	<b>1,848</b>

Fuente: Hencorp Valores, Ltda., Titularizadora / 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	Período Mensual	Cesión
1	1,145	31	1,145	61	1,145	91	1,145	121	1,145	151	1,145	181	1,145
2	1,145	32	1,145	62	1,145	92	1,145	122	1,145	152	1,145	182	1,145
3	1,145	33	1,145	63	1,145	93	1,145	123	1,145	153	1,145	183	1,145
4	1,145	34	1,145	64	1,145	94	1,145	124	1,145	154	1,145	184	1,145
5	1,145	35	1,145	65	1,145	95	1,145	125	1,145	155	1,145	185	1,145
6	1,145	36	1,145	66	1,145	96	1,145	126	1,145	156	1,145	186	1,145
7	1,145	37	1,145	67	1,145	97	1,145	127	1,145	157	1,145	187	1,145
8	1,145	38	1,145	68	1,145	98	1,145	128	1,145	158	1,145	188	1,145
9	1,145	39	1,145	69	1,145	99	1,145	129	1,145	159	1,145	189	1,145
10	1,145	40	1,145	70	1,145	100	1,145	130	1,145	160	1,145	190	1,145
11	1,145	41	1,145	71	1,145	101	1,145	131	1,145	161	1,145	191	1,145
12	1,145	42	1,145	72	1,145	102	1,145	132	1,145	162	1,145	192	1,145
13	1,145	43	1,145	73	1,145	103	1,145	133	1,145	163	1,145	193	1,145
14	1,145	44	1,145	74	1,145	104	1,145	134	1,145	164	1,145	194	1,145
15	1,145	45	1,145	75	1,145	105	1,145	135	1,145	165	1,145	195	1,145
16	1,145	46	1,145	76	1,145	106	1,145	136	1,145	166	1,145	196	1,145
17	1,145	47	1,145	77	1,145	107	1,145	137	1,145	167	1,145	197	1,145
18	1,145	48	1,145	78	1,145	108	1,145	138	1,145	168	1,145	198	1,145
19	1,145	49	1,145	79	1,145	109	1,145	139	1,145	169	1,145	199	1,145
20	1,145	50	1,145	80	1,145	110	1,145	140	1,145	170	1,145	200	1,145
21	1,145	51	1,145	81	1,145	111	1,145	141	1,145	171	1,145	201	1,145
22	1,145	52	1,145	82	1,145	112	1,145	142	1,145	172	1,145	202	1,145
23	1,145	53	1,145	83	1,145	113	1,145	143	1,145	173	1,145	203	1,145
24	1,145	54	1,145	84	1,145	114	1,145	144	1,145	174	1,145	204	1,145
25	1,145	55	1,145	85	1,145	115	1,145	145	1,145	175	1,145	205	1,145
26	1,145	56	1,145	86	1,145	116	1,145	146	1,145	176	1,145	206	1,145
27	1,145	57	1,145	87	1,145	117	1,145	147	1,145	177	1,145	207	1,145
28	1,145	58	1,145	88	1,145	118	1,145	148	1,145	178	1,145	208	1,145
29	1,145	59	1,145	89	1,145	119	1,145	149	1,145	179	1,145	209	1,145
30	1,145	60	1,145	90	1,145	120	1,145	150	1,145	180	1,145	210	1,145

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 efectuare;
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.*