

# Fondo de Titularización-Hencorp Valores-Alcaldía Municipal de Santa Tecla Cero Tres (FTHVAST 03)

## Factores Clave de Calificación

**Observación Negativa en la Calificación:** Fitch Ratings mantuvo en Observación Negativa la calificación nacional de riesgo 'A-(slv)' de los valores de titularización por hasta USD30.3 millones de Hencorp Valores, Ltda. Titularizadora (Hencorp) a través del Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de Santa Tecla Cero Tres (FTHVAST 03).

**Reestructuración Municipal:** Fitch está a la expectativa del impacto de la reestructuración municipal del territorio en El Salvador, que incluye la reducción de los 262 municipios a tan solo 44 de estos, que entró en vigencia en abril de 2024. El impacto sobre las finanzas municipales no se puede determinar con un grado de certeza alto, reflejando la posibilidad de una baja en la calidad crediticia de la Alcaldía Municipal de Santa Tecla (AMST) que podría derivar en una disminución en la calificación de FTHVAST 03.

**Vínculo Crediticio con Alcaldía Municipal de Santa Tecla:** La calificación deriva de un vínculo estrecho entre el fondo y el originador, AMST. Además, la calificación del fondo refleja la combinación de cuatro atributos evaluados como 'Más Fuerte', y dos en 'Rango Medio', con base en la "Metodología de Calificación de Financiamientos de Gobiernos Locales y Regionales en Países de Mercados Emergentes".

**Cambios en las Condiciones del Financiamiento:** La agencia incorporó en su análisis los cambios previstos en los términos y condiciones del financiamiento. De acuerdo con los criterios de Fitch, estas modificaciones no suponen un canje forzoso de deuda ya que no reducen los términos y condiciones iniciales, sino por el contrario aseguran condiciones de pago a los tenedores de bonos. Además, derivan de cambios normativos de índole nacional y no a una dificultad de pago del emisor.

**Flujos que Respaldan la Titularización:** La tendencia mensual del recaudo se caracteriza por ser irregular, puesto que tiene influencia de la capacidad de pago de los contribuyentes. Dicho comportamiento se mantuvo a junio de 2024.

## Sensibilidades de Calificación

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

- debido al vínculo con la calidad crediticia de AMST, movimientos al alza en esta darían como resultado una mejora en la calificación de FTHVAST 03;
- Fitch estabilizará la calificación una vez se conozcan las condiciones de esta nueva reestructuración territorial y se determine que su efecto sobre los factores clave de calificación del financiamiento es neutral.

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

- un deterioro en la calidad crediticia de AMST podrían derivar en una disminución en su respectivo fondo;

## Calificaciones

### Escala Nacional

Largo Plazo A-(slv)

### Observación

Negativa

## Perfil del Originador

La municipalidad de Santa Tecla es la cabecera del departamento de la Libertad y forma parte del Área Metropolitana de San Salvador. Registra el mayor nivel de ingreso per cápita y desarrollo en la economía nacional de El Salvador.

## 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

Bibiana Acuña  
+57 1 484 6770  
[bibiana.acuna@fitchratings.com](mailto:bibiana.acuna@fitchratings.com)

Andrés Camilo Santos  
+57 1 484 6770  
[andres.santos@fitchratings.com](mailto:andres.santos@fitchratings.com)

- Fitch resolverá la Observación Negativa una vez se conozcan las condiciones de la reestructuración territorial, por lo que en caso de presentarse efectos negativos sobre los factores clave de calificación del financiamiento podría impactar a la baja en su calificación.

## Perfil Crediticio del Originador

### Alcaldía Municipal de Santa Tecla – 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 AMST 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 AMST y consideró un perfil de riesgo 'Vulnerable', el cual implica un riesgo alto de que el flujo de caja operativo se reduzca debido a la combinación de la evaluación de los FCR en 'Más Débil' y 'Rango Medio', así como el contexto económico limitado del soberano.

#### Solidez en Ingresos – 'Más Débil'

La estructura de ingresos de AMST está representada principalmente por las tasas y derechos (59% en promedio), los impuestos (cerca de 36%) y las transferencias nacionales (no superan 4%). En general, los ingresos operativos (IO) han mostrado un dinamismo bajo y están limitados por el contexto económico bajo del país.

#### Adaptabilidad de los Ingresos – 'Más Débil'

AMST no cuenta con discrecionalidad para crear impuestos, dado que 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 se limita 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 los gastos operativos (GO) han presentado un crecimiento superior al de los IO, lo cual ha generado una presión permanente en la estructura operativa de AMST. La agencia reconoce las eficiencias en términos de gastos alcanzadas en los últimos años, que permitieron obtener márgenes operativos (MO) positivos en los últimos dos años.

#### Adaptabilidad de los Gastos – 'Más Débil'

La estructura de gastos de AMST es altamente inflexible, puesto que los GO representan cerca de 90% del total. Históricamente, el gasto de capital se ha reducido y financiado principalmente con deuda. Fitch no estima una reducción significativa probable 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, debido a la propensión constante a generar déficit operativo. Además, los mecanismos de transmisión del riesgo soberano sobre los municipios son latentes, considerando la calificación de El Salvador actual.

#### Flexibilidad de los Pasivos y la Liquidez – 'Más Débil'

Fitch observa que la liquidez de AMST ha sido estrecha en los últimos años. Las municipalidades no cuentan con mecanismos de provisión de liquidez de emergencia de soporte de una instancia superior de Gobierno.

## Emisión FTHVAST 03

La calificación del financiamiento parte de la calificación del AMST. Los factores de desempeño de activo y cobertura del servicio de la deuda se consideran como 'Rango Medio', mientras que los

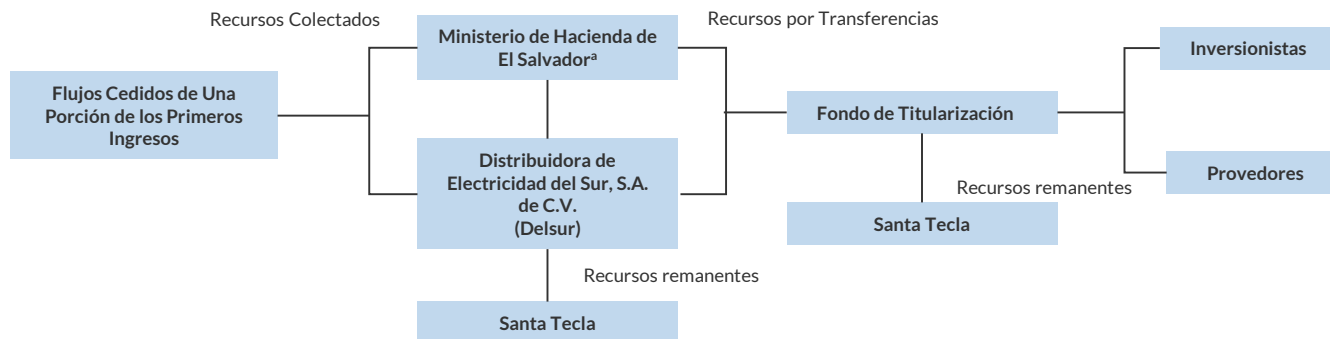
### Historial de Calificación de FTHVAST 03

Fecha	Largo Plazo en Escala Nacional
18 abr 2024	A-(slv)
31 ene 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)
23 abr 2021	A+(slv)
15 oct 2020	A+(slv)
16 abr 2020	A+(slv)
16 oct 2019	AA-(slv)

Fuente: Fitch Ratings

factores de fundamentos legales, vehículo de uso especial, riesgo de tasa de interés y fondo de reserva se consideran como 'Más Fuerte'.

### Operación Mensual de FTHVAST 03



<sup>a</sup>Antes responsabilidad del extinto Isdem  
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, FTHVAST 03

### Estado Actual de la Emisión

#### Características Principales de Emisión – FTHVAST 03

Tramo	Tipo de Instrumento	Moneda	Monto Autorizado (USD)	Tasa de Interés <sup>a</sup> (%)	Plazo (Años)	Garantía
Tramo 1	Bono	Dólares estadounidenses	25,755,000	8.17	18	Crédito General
Tramo 2	Bono	Dólares estadounidenses	3,050,000	7.30	7	Crédito General
Tramo 3	Bono	Dólares estadounidenses	1,000,000	7.30	7	Crédito General
Tramo 4	Bono	Dólares estadounidenses	450,000	7.30	7	Crédito General
Total	–	–	30,300,000	–	–	–

<sup>a</sup>Fija.  
Fuente: Fitch Ratings, Bolsa de Valores de El Salvador, AMST

#### Desempeño de los Activos - 'Rango Medio'

Los ingresos colectados a través de las órdenes irrevocables de pago (OIP) hechas a la Distribuidora de Electricidad del Sur, S.A. de C.V. (Delsur) calificado en 'EAAA(slv)' con Perspectiva Estable, y de recursos que ahora son responsabilidad directa del Ministerio de Hacienda de El Salvador (MH), son los activos que respaldan la titularización.

A partir de las modificaciones sobre las condiciones de la estructura de FTHVAST 03, los montos de cesión mensuales y sucesivos durante la vida de la emisión se modificaron:

- del mes 54 al 103, es decir de enero de 2024 a febrero de 2028, el monto de cesión será de USD308,000;
- los meses del 104 al 137, es decir de marzo de 2028 a diciembre de 2030, la suma cedida será de USD307,000;
- desde el mes 138 al 149, es decir de enero a diciembre de 2031, la suma cedida será de USD306,000;
- desde el mes 150 al 173, es decir de enero de 2032 a diciembre de 2033, la suma cedida será de USD305,000;
- desde el mes 174 al 185, es decir de enero de 2034 a diciembre de 2034, la suma cedida será de USD304,000;
- desde el mes 186 al 197, es decir de enero a diciembre de 2035, la suma cedida será de USD303,000;
- desde el mes 198 al 216, es decir de enero de 2036 a julio de 2037, la suma cedida será de USD302,000.

Los ingresos recaudados por Delsur han sido suficientes para cubrir la cesión mensual. Entre junio de 2020 y junio de 2024, las tasas recaudadas a través de la OIP de Delsur presentaron una tasa media anual de crecimiento (TMAC) cercana a 10.6%. El promedio mensual durante el 1S24 fue cercano a USD563,033. La tendencia mensual del recaudo se caracteriza por ser irregular, dado que está influenciada por la capacidad de pago de los contribuyentes. En relación con el monto direccionado por MH, es fijo y es descontando de la transferencia mensual que le corresponde al Municipio.

### Fundamentos Legales - 'Más Fuerte'

Los fundamentos legales de la estructura son robustos. La opinión legal externa concluyó que la transacción está en pleno cumplimiento con las regulaciones locales, la exigibilidad de los términos acordados y características de irrevocabilidad. La opinión sobre la documentación original de la titularización y sus modificaciones posteriores fueron favorables y se concluyó que dichos documentos contienen obligaciones válidas en el marco de las disposiciones de ley definidas en El Salvador. Este factor se evalúa como 'Más Fuerte'.

### Vehículo de Uso Especial - 'Más Fuerte'

En el caso particular de FTHVAST 03, la emisión tiene respaldo de un patrimonio independiente del originador, AMST. Además, se compone de dos cuentas diferenciadas, que son la cuenta discrecional y la restringida, ambas administradas por Hencorp.

La prelación de pagos conforme con los períodos general, de excepción y restitución, definidos en la modificación del contrato de titularización, mantendrá un orden adecuado y dará prioridad al servicio de la deuda de manera irrevocable. Debido a esto, Fitch considera este atributo de calificación como 'Más Fuerte'.

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

La agencia destaca que el pago de intereses de los cuatro tramos emitidos de FTHVAST 03 se define sobre una tasa de interés fija, lo cual elimina la sensibilidad ante cambios en las condiciones de mercado. La modificación al contrato de titularización de 2020 estableció que los intereses acumulados y no pagados durante la pandemia serán capitalizados y devengarán una compensación equivalente al rendimiento original del título. Por su parte, las modificaciones hechas al contrato de titularización derivadas de la autorización de diciembre de 2023 incorporan a partir de enero de 2024 un aumento de 0.30% a las ya existentes (promedio de 7.5%).

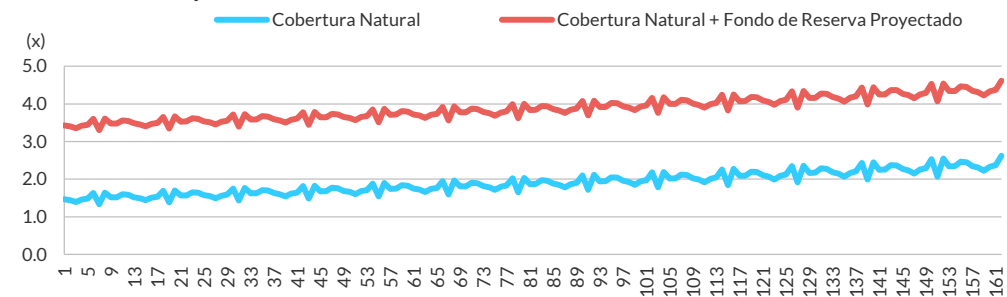
### Fondo de Reserva - 'Más Fuerte'

La agencia considera que la cuenta restringida se constituye como un factor de mejora crediticia que beneficia la calificación de la emisión. Esta cuenta comprende, en todo momento, dos cesiones mensuales para servir a los acreedores de FTHVAST 03. A partir de los cambios adoptados en 2020, se definió que la cuenta debe tener un saldo fijo de USD604,000. Aunque estos fondos podrían utilizarse siempre y cuando no se pueda atender el pago de capital e intereses con los recursos de la cuenta discrecional, Fitch considera que el saldo sería repuesto rápidamente en los tres meses inmediatamente siguientes, tal como lo exige la modificación al contrato de titularización.

### Razón de Cobertura del 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 57.7% de los períodos restantes de la titularización, nivel considerado como 'Rango Medio'. En el escenario se consideran 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 Santa Tecla Cero Tres

FECHA DEL CONSEJO DE CALIFICACIÓN: 18/octubre/2024

NÚMERO DE SESIÓN: SLV\_2024\_78

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

- Auditada: 1/diciembre/2020 a 31/diciembre/2023 y 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: 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".

"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."

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 afirmó 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 designación 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.