

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora emite Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al:
FONDO DE TITULARIZACIÓN - HENCORP VALORES - ALCALDÍA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 01 - FTHVAMS01

Por un monto de:

US\$20,815,000.00

El Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01 – FTHVAMS01 – se crea con el fin de titularizar los derechos sobre Flujos Financieros Futuros provenientes de impuestos, tasas y contribuciones municipales y en general, los ingresos a los que se refiere el artículo sesenta y tres del Código Municipal, y cualquier otro ingreso percibido por el Municipio de San Salvador, exceptuando las transferencias relacionadas con el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios.

Principales Características	
Monto de la Emisión:	Hasta US\$20,815,000.00
Valor Mínimo y múltiplos de contratación de anotaciones electrónicas de valores en cuenta:	Cien (US\$ 100.00) y Múltiplos de cien dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00)
Clase de Valor :	Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01 representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta
Moneda de negociación:	Dólares de los Estados Unidos de América
Plazo de la emisión	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de ciento veinte meses para VTHVAMS 01-Tramo 1 y de sesenta meses para el VTHVAMS 01- Tramo 2.
Respaldo de la Emisión - Derechos sobre Flujos Financieros Futuros:	La cesión contractual de los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros que en concepto de impuestos, tasas y contribuciones municipales y en general, de los ingresos a los que se refiere el artículo sesenta y tres del Código Municipal, y cualquier otro ingreso percibido por el Municipio de San Salvador exceptuando las transferencias relacionadas con el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios. También formará parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, para el Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01. Esta cuenta será administrada por Hencorp Valores S.A. Titularizadora. Este respaldo no deberá ser menor a las próximas dos cuotas de pago de intereses y principal de los Valores de Titularización.
Plazo de Negociación:	180 días calendario a partir de la fecha de la primera oferta pública, en cumplimiento del Art. 76 de la Ley de Titularización de Activos
Tasa de Interés:	La Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante la vigencia de la emisión 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 determinará antes de la colocación de los Valores. 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 180 días plazo publicada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, la semana anterior a la primera negociación de un tramo o de su reajuste; o (ii) la tasa denominada "London Interbank Offered Rate", mejor conocida como "LIBOR" a 6 meses plazo publicada los días miércoles por la "British Banker's Association" o el Barclay's Bank o el Citibank. 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 0.01% 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 establecería al momento de la colocación. Asimismo, podrá haber una tasa de interés mínima, la que se establecería al momento de la colocación. Si la tasa es variable los reajustes de la tasa de interés se realizarán semestralmente
Forma de Pago de Intereses:	Los intereses se pagarán de forma mensual y consecutiva.
Forma de Representación de los Valores:	Anotaciones electrónicas de Valores en cuenta en la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.
Bolsa en la que se inscribe la emisión:	Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.
Forma de amortización de capital:	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.
Clasificación de Riesgo:	AA, Pacific Credit Ratings, S.A. (Con Información Financiera al 30/09/2010) AA-, Fitch Centroamérica, S.A. (Con Información Financiera al 30/09/2010) 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. El signo "-" indica un mayor nivel de riesgo dentro de una categoría de calificación.

LOS BIENES DE HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS POR EL FONDO DE TITULARIZACIÓN.

Razones Literales:

LOS VALORES OBJETO DE ESTA OFERTA SE ENCUENTRAN ASENTADOS EN EL REGISTRO PÚBLICO BURSÁTIL DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES. SU

REGISTRO NO IMPLICA CERTIFICACIÓN SOBRE LA CALIDAD DEL VALOR O LA SOLVENCIA DEL EMISOR.

LA INSCRIPCIÓN EN LA BOLSA NO IMPLICA CERTIFICACIÓN SOBRE LA CALIDAD DEL VALOR O LA SOLVENCIA DEL EMISOR.

ES RESPONSABILIDAD DEL INVERSIONISTA LEER LA INFORMACIÓN QUE CONTIENE ESTE PROSPECTO.

Autorizaciones:

Resolución de la Junta Directiva de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V. número JD-07/2010 de fecha 25 de mayo de dos mil diez que autorizó la inscripción del Emisor. Resolución de Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores en sesión No. CD-11/2010 de fecha 16 de junio de dos mil diez que autorizó el Asiento Registral en el Registro Especial de Emisores de Valores del Registro Público Bursátil.

Resolución de la Junta Directiva de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V. número JD- 15 de fecha 20 de octubre de dos mil diez que autorizó la inscripción de la Emisión. Resolución de Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores en sesión No. CD-24/10 de fecha 7 de diciembre de dos mil diez que autorizó el Asiento en el Registro Especial de emisiones de valores del Registro Público Bursátil.

La clasificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni un aval o garantía de una emisión o su emisor; sino un factor complementario para la toma de decisiones de inversión. Véase la Sección N° IX, "Factores de Riesgo" de este Prospecto, la cual contiene una exposición de ciertos factores que deberán ser considerados por los potenciales adquirientes de los valores ofrecidos.

SOCIEDAD TITULARIZADORA Y
ADMINISTRADOR DEL
FTHVAMS01:
HENCORP VALORES, S.A.,
TITULARIZADORA

HENCORP

ORIGINADOR:
MUNICIPIO DE SAN SALVADOR



CASA COLOCADORA:
SERVICIOS GENERALES
BURSÁTILES, S.A. DE C.V.
CASA DE CORREDORES DE
BOLSA



REPRESENTANTE DE LOS
TENEDORES DE VALORES: LAFISE
VALORES DE EL SALVADOR, S.A.
DE C.V. CASA DE CORREDORES DE
BOLSA



Diciembre de 2010

HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA

Edif. D'Corra, 2º. Nivel, Blvd. Orden de Malta y Calle El Boquerón, Urb. Santa Elena, Antiguo Cuscatlán, La Libertad, El Salvador, C.A.
Tel: (503) 2289-1711 Fax: (503) 2289-2577

San Salvador, Diciembre de 2010

Estimado Inversionista:

En representación del Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01, me es grato ofrecerle a Usted la emisión de Valores de Titularización. Con la colocación en el mercado de capitales de estos instrumentos se comprará una porción de los flujos financieros futuros de ingresos del Municipio de San Salvador. A su vez el Municipio de San Salvador invertirá los fondos percibidos por dicha venta en el pago de su deuda bancaria con instituciones financieras nacionales y en obras de beneficio social e inversiones.

Este prospecto le presenta información financiera proyectada del Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01, así como las características de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda emitidos con cargo al mismo.

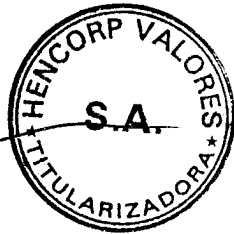
Los Valores de Titularización le ofrecen una alternativa para colocar sus recursos a un rendimiento atractivo y con alta capacidad de pago. Con su inversión Usted contribuye al desarrollo del Municipio de San Salvador y colabora en el progreso de El Salvador.

Atentamente,


Eduardo Alfaro
Gerente General

Representante Legal

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora



III. ÍNDICE

	CONTENIDO	PÁGINA
I.	Carátula	1
II.	Presentación del Prospecto	2
III.	Índice	3
IV.	Aprobaciones de la Emisión	4
V.	Característica de la Emisión	5
VI.	Información de la Sociedad Titularizadora	13
VII.	Activos Titularizados	15
VIII.	Información del Originador	16
IX.	Factores de Riesgo	17
X.	Pérdidas y Redención Anticipada	18
XI.	Administración de Activos Titularizados	19
XII.	Custodia de Activos Titularizados	20
XIII.	Clasificación de Riesgo	20
XIV.	Representante de los Tenedores de Valores	21
XV.	Información Financiera a los Tenedores de Valores	23
XVI.	Impuestos y Gravámenes	24
XVII.	Costos y Gastos	25
XVIII.	Anexo 1: Certificación de Accionistas Relevantes de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora	
XIX.	Anexo 2: Informe de Calificación de Riesgo	
XX.	Anexo 3: Certificación de Accionistas Relevantes del Representante de los Tenedores	
XXI.	Anexo 4: Estados Financieros de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora	
XXII.	Anexo 5: Certificación de Veracidad de la Información	
XXIII.	Anexo 6: Proyecciones del Flujo de Efectivo del Fondo de Titularización	
XXIV.	Anexo 7: Metodología de Valuación de Flujos Financieros Futuros	

IV. Aprobaciones de la Emisión

- a) Resolución de Junta Directiva de Hencorp Valores, S. A., Titularizadora:
- Autorización para Inscripción de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora como Emisor de Valores, en sesión No. JD-07/2010, de fecha 25 de mayo de 2010.
 - Autorización para Inscripción de la emisión de Valores de Titularización-Títulos de Deuda, con cargo al Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01, en sesión No. JD-16/2010, de fecha 24 de septiembre de 2010.
- b) Inscripción en Bolsa de Valores autorizada por la Junta Directiva de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V., así:
- Inscripción de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora como Emisor de Valores, en sesión No. JD-07/2010, de fecha 25 de mayo de 2010.
 - Inscripción de la emisión de Valores de Titularización-Títulos de Deuda, con cargo al Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01, en sesión No. JD-15/2010, de fecha 20 de octubre de 2010.
- c) Autorización del Asiento Registral en el Registro Público Bursátil, por el Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores, así:
- Asiento Registral de HENCORP VALORES, S.A., Titularizadora como Emisor de Valores, en sesión No.CD-11/2010, de fecha 16 de junio de 2010.
 - Asiento Registral de la emisión de Valores de Titularización-Títulos de Deuda, con cargo al Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01, en sesión No.CD-24/2010, de fecha 7 de diciembre de 2010.
- d) Escritura Pública del contrato de titularización de activos del Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01, otorgado ante los oficios del Lic. Rafael Eduardo González Toledo con fecha 14 de diciembre de 2010, por Hencorp Valores, S.A., Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores, Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V., Casa de Corredores de Bolsa.

V. Características de la Emisión

Denominación del Fondo de Titularización:	Fondo de Titularización – Hencorp Valores – Alcaldía Municipal De San Salvador 01 denominación que podrá abreviarse “FTHVAMS 01”
Denominación del Emisor:	Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, en carácter de administradora del FTHVAMS 01 y con cargo a dicho Fondo
Denominación del Originador:	Municipio de San Salvador
Denominación de la Sociedad Titularizadora:	Hencorp Valores, S.A., Titularizadora (en adelante también referida como Sociedad Titularizadora)
Representante de los Tenedores de Valores de Titularización- Títulos de Deuda emitidos con cargo al FTHVAMS01:	Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V., Casa de Corredores de Bolsa
Denominación de la Emisión:	Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al Fondo de Titularización – Hencorp Valores – Alcaldía Municipal De San Salvador 01, cuya abreviación es VTHVAMS 01 - Tramo 1 para el tramo 1 y VTHVAMS 01 – Tramo 2 para el tramo 2.
Naturaleza del Valor:	Los valores a emitirse son obligaciones consistentes en Valores de Titularización – Títulos de Deuda, negociables, representados por anotaciones electrónicas en cuenta a favor de cada uno de sus titulares y representan su participación individual en un crédito colectivo con cargo al FTHVAMS 01.
Clase de Valor:	Valores de Titularización - Título de Deuda con cargo al FTHVAMS 01, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, en adelante: “Valores de Titularización - Títulos de Deuda”.
Monto de la Emisión:	Hasta US\$20,815,000.00
Valor Mínimo y Múltiplos de Contratación de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta:	CIEN (US\$ 100.00) DOLARES de los Estados Unidos de América y múltiplos de CIEN DOLARES de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00)
Forma de Representación de los Valores:	Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta.
Moneda de Negociación:	Dólares de los Estados Unidos de América

Tramos de la Emisión:

Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Cantidad de Valores	Plazo de la Emisión	Clasificación de Riesgo	Redención Anticipada puede ser a partir de los
VTHVAMS01-T1	US\$14,570,500.00	145,705	120 meses	AA PCR y AA- Fitch	48 meses
VTHVAMS01-T2	US\$ 6,244,500.00	62,445	60 meses	AA PCR y AA- Fitch	48 meses

Transferencia de los Valores: Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas en cuenta, se efectuarán por medio de transferencia contable en el registro de cuenta de valores que de forma electrónica lleva la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V., en adelante CEDEVAL, S.A. DE C.V.

Redención de los Valores: Transcurridos cuarenta y ocho meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. 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 Fondo de Titularización por medio de la Sociedad Titularizadora, deberá informar al Representante de Tenedores, a la Superintendencia de Valores, 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 la Junta Directiva de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores.

Plazo de la emisión: La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de ciento veinte meses para el tramo uno denominado VTHVAMS 01 – Tramo 1 y de sesenta meses para el tramo dos denominado VTHVAMS 01 - Tramo 2.

Forma y Lugar de Pago: La forma del pago del capital de la emisión se establecerá al momento de la colocación. Los intereses se pagarán de forma mensual y consecutiva. Tanto capital como intereses serán pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V., consistente en: I) CEDEVAL, S.A. DE C.V. entregará a Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, con anticipación de tres días hábiles a la fecha de cada pago de intereses y amortizaciones de capital, un reporte en el cual detallará información de la emisión a pagar; II) Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS 01, verificará con anterioridad de dos días a la fecha de pago, el monto a pagar y entregará los fondos a CEDEVAL, S.A. DE C.V., de la siguiente forma: 1) Si los fondos son entregados mediante cheque con fondos en firme a CEDEVAL, S.A. DE C.V., el pago se efectuara un día hábil antes del día de pago de los intereses o el capital; y 2) si los fondos son entregados mediante transferencia bancaria cablegráfica hacia la o las cuentas que CEDEVAL, S.A. DE C.V. indique, el pago se efectuará antes de las nueve horas del día establecido para el pago de capital o intereses; III) Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS 01, queda exonerado de realizar los pagos luego de realizar el pago a CEDEVAL, S.A. de C.V. ó a las cuentas que CEDEVAL, S.A. de C.V. hubiere indicado, según el caso; IV) Una vez se tuviere la verificación del pago por parte de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización FTHVAMS 01, CEDEVAL, S.A. de C.V. procederá a cancelar a cada Participante Directo, Casa de Corredores de Bolsa, la cantidad que le corresponde, en la cuenta bancaria que hubiere instruido a CEDEVAL, S.A. de C.V. para dicho fin; V) Es el Participante Directo, Casa de Corredores de Bolsa, quien realizará los pagos individuales a cada inversionista titular de los valores; VI) El último pago de intereses de la emisión se efectuará al vencimiento del plazo de los Valores de Titularización; VII) Cuando los pagos venzan en día no hábil, el pago se realizará el día hábil inmediato siguiente; VIII) Los pagos que realizará CEDEVAL, S.A. de C.V., se harán de sus oficinas principales ubicadas en Urbanización Jardines de La Hacienda, Boulevard Merliot y Avenida Las Carretas, Antiguo Cuscatlán, Departamento de La Libertad; y IX) Los pagos que realizarán las Casas de Corredoras de Bolsa, se harán en sus oficinas.

- Tasa de Interés:** La Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante todo el período 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 determinará antes de la colocación de los Valores. 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 180 días plazo publicada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, la semana anterior a la primera negociación de un tramo o de su reajuste; o (ii) la tasa denominada "London Interbank Offered Rate", mejor conocida como "LIBOR" a seis meses plazo publicada los días miércoles por la "British Banker's Association" o el Barclay's Bank o el Citibank. 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 0.01% 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 establecería al momento de la colocación. Asimismo, podrá haber una tasa de interés mínima, la que se establecería 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 de Valores 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 01 deberá publicar en un periódico de circulación nacional los reajustes de las tasas de interés el día hábil antes de la fecha de reajuste.
- Interés Moratorio:** En caso de mora en el pago de capital, el Fondo de Titularización reconocerá a los Tenedores de Valores, además, un interés moratorio del cinco por ciento anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora
- Prelación de Pagos:** Todo pago se hará 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 las próximas dos cuotas de pago de intereses y principal de los Valores de Titularización, con el objetivo de proveer los próximos dos pagos de intereses y principal correspondiente a los Tenedores de Valores; 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. En primer lugar, el pago de Deuda Tributaria; 2. En segundo lugar, se le pagaran las obligaciones a favor de Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVAMS 01; 3. En tercer lugar, se imputara otros saldos adeudados a terceros; 4. En cuarto lugar, se pagarán las Comisiones de gestión a favor de la Titularizadora.
- Estructuración de los Tramos a Negociar de la Emisión:** La emisión contará con dos tramos. El tramo uno denominado VTHVAMS 01 - Tramo 1 que será por un monto de US\$ 14,570,500.00. El tramo 2 denominado VTHVAMS 01 - Tramo 2 que será por un monto de US\$ 6,244,500.00. La Titularizadora deberá remitir certificación de punto de acta de su Junta Directiva a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia de Valores, con la firma debidamente autenticada por notario, mediante la cual se autoriza la fecha de negociación y la fecha de liquidación del tramo,

la tasa fija o la tasa base y la sobretasa, el monto a negociar, el valor mínimo y múltiplos de contratación de la anotación electrónica de valores en cuenta, tasas mínimas y máximas, y la fecha de vencimiento.

Destino de los Fondos de la Emisión: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos percibidos por el Municipio de San Salvador, exceptuando las transferencias relacionadas con el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios. Por ingresos percibidos por el Municipio de San Salvador se entenderán flujos financieros futuros de: a) El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales; b) 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; c) Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan; d) El producto de la administración de los servicios públicos municipales; e) Las rentas de todo género que el municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad; f) Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género; g) Las subvenciones, donaciones y legados que reciba; h) El producto de los contratos que celebre; i) 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; j) Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes; k) El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga; l) El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectúe; m) Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos; n) Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo al Municipio de San Salvador, el pago 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 aplicase.

Destino de los Fondos Obtenidos de la Venta de Flujos Financieros Futuros: Los fondos que el Municipio de San Salvador, reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al Fondo de Titularización FTHVAMS 01, serán primeramente invertidos por el Municipio de San Salvador en el pago de su deuda bancaria con BANCO CITIBANK DE EL SALVADOR, S.A., BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S.A., BANCO HIPOTECARIO DE EL SALVADOR, S.A., BANCO DE LOS TRABAJADORES Y DE LA PEQUEÑA Y MICRO EMPRESA, S.C. de R.L. de C.V., y PRIMER BANCO DE LOS TRABAJADORES, S.C. de R.L. de C.V. Después de canceladas las obligaciones antes mencionadas, el Municipio podrá invertir los fondos obtenidos en Obras de Beneficio Social e Inversiones.

Negociabilidad en Bolsa: La negociación de los tramos de oferta pública se efectuará en la Bolsa de Valores por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa, en las sesiones de negociación que se realicen en la Bolsa de Valores. La fecha de negociación será comunicada a la Bolsa de Valores mediante certificación de punto de acta de Junta Directiva de la Titularizadora.

Respaldo de la Emisión: El pago de los Valores de Titularización - Títulos de Deuda, estará únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTHVAMS 01, 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 flujos futuros de una porción

correspondiente a los primeros ingresos mensuales percibidos por el Municipio de San Salvador, definidos previamente en "Destinos de los Fondos de la emisión", según el siguiente procedimiento: .1 Adquisición de los derechos sobre flujos futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos mensuales del Municipio de San Salvador. 1.1 Mediante Escritura Pública de Contrato de Cesión y Administración otorgada, el Municipio de San Salvador cedió a título oneroso e hizo la tradición a HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA, con cargo al FTHVAMS 01, de todos los derechos sobre los flujos futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos mensualmente por el Municipio de San Salvador, los cuales se transferirán a partir del día uno de cada mes, hasta un monto de US\$ 36,000,000.00, que serán enterados al FTHVAMS 01, en montos mensuales y sucesivos de US\$ 300,000.00. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo al Municipio de San Salvador, el pago 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 le aplicasen; 1.2 La Sociedad Titularizadora adquirió para el FTHVAMS 01, únicamente los derechos sobre los flujos financieros futuros establecidos anteriormente; 1.3 Una vez transferidos los derechos sobre los flujos financieros futuros, la Sociedad Titularizadora, colocará los Valores de Titularización - Títulos de Deuda que emita con cargo al FTHVAMS 01, y con el producto de los mismos pagará al Municipio de San Salvador el precio de los flujos, acordado por la cantidad de US\$ 20,000,000.00; 1.4 Los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos, serán depositados en una cuenta bancaria a nombre del FTHVAMS 01 administrada por HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA, abierta en un Banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la Superintendencia del Sistema Financiero, denominada Cuenta Discrecional; 2 Cuenta Restringida: Formará parte del respaldo de esta emisión, la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida del FTHVAMS 01, la que será administrada por HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA. Este respaldo no deberá ser menor a las dos próximas cuotas de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores; .3 Ordenes Irrevocables de Pago (OIPs): Como respaldo operativo de la emisión, el Municipio de San Salvador por medio de Contrato de Cesión y Administración se comprometió a transferir la cesión de pagos a través de girar Órdenes Irrevocables de Pago (OIPs), que serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVAMS 01 y que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colecturía tributaria del Municipio. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad del Municipio de San Salvador de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el Contrato de Cesión al FTHVAMS 01. 4) Ordenes Irrevocables de Depósito (OIDs): En caso que por cualquier motivo, y sí y sólo sí los colectores del Originador no pueden ejecutar las Ordenes Irrevocables de Pago, la Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo podrá ejecutar la o las Órdenes de Depósito Irrevocables autorizadas por el Municipio de San Salvador en las diferentes entidades Bancarias en las que el Municipio colecte o disponga de fondos hasta por las cantidades acordadas en el Contrato de Cesión y que serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVAMS 01. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad del Municipio de San Salvador de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el Contrato de Cesión al FTHVAMS 01.

Plazo de negociación: De acuerdo al Artículo setenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, el FTHVAMS 01, 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 a los mecanismos también establecidos en la Ley de Titularización de Activos.

Modificación de las Características de la Emisión:	La Junta Directiva de Hencorp Valores, S.A, Titularizadora, en su calidad de administradora del Fondo de Titularización FTHVAMS 01, podrá modificar las características de la presente emisión, antes de la primera negociación y de acuerdo a las regulaciones emitidas por la Bolsa de Valores y previa aprobación de la Superintendencia de Valores. Si la emisión ya estuviere en circulación, podrá ser modificada solamente con la autorización de la Junta de Tenedores de Valores, para lo cual, se deberán seguir los procedimientos establecidos por la Bolsa de Valores correspondiente y previa aprobación de la Superintendencia de Valores.
Ratio Financiero:	De conformidad a lo dispuesto en el artículo cinco de la Ley Reguladora del Endeudamiento Público Municipal, durante la vigencia de la emisión, el Municipio de San Salvador, se encontrará sujeto a cumplir con el siguiente límite de endeudamiento público: 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 aquéllos 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 definida en las cuentas de Estado de Resultados como Ingresos de Gestión.
Procedimiento en Caso de Mora:	Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones al Fondo de Titularización, 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 la Superintendencia de Valores.
Caducidad del Plazo de la emisión:	Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el Contrato de Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, que fue otorgado por el Municipio de San Salvador y la Titularizadora, dicho Municipio procederá a enterar a la Titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago para completar, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de US\$ 36,000,000.00, en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la Titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al Representante de los Tenedores de Valores a efecto de que este convoque de inmediato a una Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del artículo sesenta y seis de la Ley de Titularización de Activos, considere acordar la liquidación del Fondo de Titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la Titularizadora deberá proceder a enterar de inmediato, a los Tenedores de Valores, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por el Municipio de San Salvador, hasta el pago total del saldo insoluto de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser

notificado por la Titularizadora y el Representante de los Tenedores de Valores de manera inmediata a la Bolsa de Valores y a la Superintendencia de Valores.

Procedimiento de Redención Anticipada de los Valores:

Transcurridos cuarenta y ocho meses después de su colocación, los Valores de Titularización - Títulos de Deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, correspondiéndole a la Titularizadora decidir si existen las condiciones para una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por su Junta Directiva. El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores. En caso de realizarse la redención anticipada de los valores, ya sea parcial o totalmente, los Tenedores de Valores recibirán el saldo insoluto parcial o totalmente de capital de los valores emitidos y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. Transcurrido este plazo y si hubiesen valores redimidos no pagados, la Titularizadora mantendrá, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante depósito judicial a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

Condiciones Particulares:

Parámetros Generales de Administración de Flujos Financieros Futuros. El Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Alcaldía Municipal de San Salvador 01, abrirá la denominada Cuenta Discrecional, en la cual se depositarán los ingresos percibidos de parte del Municipio de San Salvador, que le serán transferidos en virtud y bajo las condiciones que se establezcan en el Contrato de Cesión respectivo y conforme a lo establecido previamente en el apartado correspondiente a “Respaldo de la Emisión” de este prospecto. Dicha cuenta será administrada por Hencorp Valores, S.A., Titularizadora a cargo del Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Alcaldía Municipal de San Salvador 01. Queda establecido que el saldo de capital de los valores emitidos se reducirá conforme existan amortizaciones al mismo, lo que consecuentemente ocasionará menores gastos mensuales por interés para el Fondo de Titularización - Hencorp Valores – Alcaldía Municipal de San Salvador 01, por lo que se podrán retirar de la denominada Cuenta Restringida, los fondos remanentes en exceso del monto equivalente a las dos próximas cuotas de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores, y destinarlos conforme el orden establecido previamente en el apartado correspondiente a “Prelación de Pagos.”

Forma de amortización de capital:

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.

Custodia y Depósito:

La emisión de Valores de Titularización – Títulos de Deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, estará depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V., para lo cual será necesario presentarle el Contrato de Titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la Superintendencia de Valores, a la que se refiere el párrafo final del Artículo treinta y cinco de la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en cuenta.

Clasificaciones de Riesgo:

Esta emisión cuenta con Clasificación de Riesgo otorgada por Pacific Credit Rating, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo. La clasificación de riesgo otorgada inicialmente es "AA" según sesión de su Consejo de Clasificación de Riesgo y con información financiera al treinta de septiembre de dos mil diez, obligándose la Sociedad Titularizadora a mantener la emisión clasificada durante todo el período de su vigencia y actualizarla trimestralmente, conforme a la resolución de la Superintendencia de Valores dictada al efecto. La Clasificadora de Riesgo ha sido contratada por un plazo inicial de un año. La clasificación de riesgo "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. Adicionalmente la emisión cuenta con Clasificación de Riesgo otorgada por Fitch Centroamerica, S.A., Clasificadora de Riesgo. La clasificación de riesgo otorgada inicialmente es "AA-" según sesión de su Consejo de Clasificación de Riesgo, con información financiera al treinta de septiembre de dos mil diez, obligándose la Sociedad Titularizadora a mantener la emisión clasificada durante todo el período de su vigencia y actualizarla trimestralmente, conforme a la resolución de la Superintendencia de Valores dictada al efecto. La Clasificadora de Riesgo ha sido contratada por un plazo inicial de un año. La clasificación de riesgo "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. El signo "-" indica un mayor nivel de riesgo dentro de una categoría de clasificación.

Agente Colocador autorizado:

Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V., Casa de Corredores de Bolsa

VI. Información de la Titularizadora

Denominación Social:	Hencorp Valores, Sociedad Anónima, Titularizadora
Nombre Comercial:	Hencorp Valores
Número de Identificación Tributaria (NIT):	0614-020708-101-7
Números y fecha de inscripción en el Registro Público Bursátil:	TA-0001-2008, 13-octubre-2008
Dirección de la oficina principal:	Edificio Disna/D'Corá, Blvd. Orden de Malta y C. El Boquerón, Urb. Santa Elena, Antiguo Cuscatlán, La Libertad, El Salvador
Teléfono y Fax	(503) 2289-1711 y (503) 2289-2577
Correo Electrónico	ealfaro@hencorp.com
Página Web	www.hencorpvalores.com

Detalle de los accionistas relevantes 1/	<u>ACCIONISTA RELEVANTE</u>	<u>% ACCIONARIO</u>
	Hencorp, Inc	77.50%

1/Véase Anexo 1 que certifica la participación accionaria de Hencorp, Inc., suscrita por el Representante Legal de la sociedad.

Inscripción en Bolsa de Valores autorizada por la Junta Directiva de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.	Inscripción de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora como Emisor de Valores, en sesión No. JD- 07/2010, de fecha veinticinco de mayo de dos mil diez.
---	---

Autorización del Asiento Registral en el Registro Público Bursátil, por el Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores,	Asiento Registral de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora como Emisor de Valores, en sesión No.CD-11/2010, de fecha dieciséis de junio de dos mil diez.
---	--

Nómina de la Junta Directiva, cargos desempeñados y asiento en el Registro Público Bursátil (R.P.B.) respectivo:	<u>DIRECTOR</u>	<u>CARGO</u>	<u>ASIENTO R.P.B.</u>
	Raúl Henriquez Marroquin	Presidente	AD-0074-2008
	Víctor Henriquez Martínez	Vicepresidente	AD-0075-2008
	Eduardo Alfaro Barillas	Secretario	AD-0076-2008
	Felipe Holguin	1er Director Suplente	AD-0077-2008
	Rafael Mejía Moreno	2o Director Suplente	AD-0078-2008
	José Miguel Valencia A.	3o Director Suplente	AD-0079-2008
	Eduardo Alfaro Barillas	Gerente General	AD-0080-2008

En testimonio de Escritura Constitución de la sociedad Hencorp Valores, Sociedad Anónima, Titularizadora, otorgada ante los oficios del notario Zygmunt Brett Sánchez, a las ocho horas y diez minutos del día dos de julio de dos mil ocho, en la cual consta la calificación favorable correspondiente otorgada por el Superintendente de Valores el día tres de julio de dos mil ocho y que el día dieciséis de julio de dos mil ocho fue debidamente inscrita en el Registro de Comercio al número veintidós del Libro número dos mil trescientos cuarenta y siete del Registro de Sociedades. En esta escritura consta: Que la denominación de la sociedad es como aparece consignada; que su domicilio es la ciudad de San Salvador; que su plazo es indefinido; que su finalidad social es constituir, integrar y administrar Fondos de Titularización de conformidad a la Ley de Titularización de Activos, y emitir valores con cargo a dichos Fondos; que la administración de la sociedad estará confiada a una Junta Directiva integrada por tres Directores propietarios y tres suplentes, quienes durarán en sus funciones cinco años.

Está integrada por ejecutivos del Grupo Hencorp, con amplia experiencia en los mercados financieros locales e internacionales. A continuación se incluye un breve resumen de la experiencia e información relevante de los directores de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

RAUL HENRIQUEZ: Cuenta con 24 años de experiencia en mercados financieros, banca, operaciones de bolsa, y administración de fondos de inversión. Graduado con grado BS de la Universidad de Florida, cuenta con una Maestría en Administración de Empresas del Wharton School of Business, Universidad de Pennsylvania. Entre su experiencia laboral relevante se destaca el que es Co-Fundador y Director del Grupo Hencorp desde 1985, fue Director del Central American Investment Fund (CAIF), el primer fondo de inversión de capital de riesgo que opero en la región Centroamericana, fue Director de la Bolsa de Valores de El Salvador, fue fundador de Capitales, S.A., Casa de Corredores de Bolsa, fue Director de la Fundación Salvadoreña para el Desarrollo Económico y Social (Fusades), y es actualmente miembro de The Salvadoran American Health Foundation, y del Board of Trustees del Ransom Everglades School.

VICTOR HENRIQUEZ: Cuenta con 29 años de experiencia en mercados financieros, con especialización en operaciones y estructuras financieras de commodities y de mercados emergentes. Graduado con grado BS de Southern Methodist University, es actualmente Director de Calvo Fund, un nuevo Hedge Fund que opera con estrategia de inversión global y objetivo de aprovechar márgenes generados producto de tendencias macroeconómicas y financieras a nivel mundial. Asimismo, es Co-Fundador del Grupo Hencorp desde 1985, fue Director de la División de Mercados Emergentes de Macquarie Bank, y fue corredor de productos financieros, principalmente de acciones y de bienes básicos y commodities, para la firma Paine Webber.

EDUARDO ALFARO: Cuenta con 15 años de experiencia en el mercado de valores y bancario de El Salvador y de la región Centroamericana. Graduado con grado de ingeniería mecánica de la Universidad de Pennsylvania, cuenta con una Maestría en Administración de Empresas con especialización en Finanzas de la Universidad Francisco Marroquín. Ha sido Gerente General de Capital S.A., Casa de Corredores de Bolsa, Gerente de Banca Corporativa de Banco Capital, S.A., Gerente de Banca Internacional de Banco Agrícola, S.A., y Director de AFP CRECER. A la fecha, es Director de la Bolsa de Valores de El Salvador.

FELIPE HOLGUIN: Cuenta con 15 años de experiencia en inversiones, banca mercantil y fusiones y adquisiciones en Latinoamérica y Estados Unidos. Graduado de doble grado BS con honores en Ingeniería Manufacturera y en Ingeniería Administrativa del Instituto Politécnico de Worcester, cuenta con una maestría en Administración de Empresas de la Escuela de Negocios de la Universidad de Harvard, en Cambridge, Massachusetts. Es actualmente Director del Grupo Hencorp a partir del año 2006, y ha sido Director General y líder de la oficina de Fusiones y Adquisiciones y de banca mercantil para Latinoamérica del Bank of America Securities en New York, donde su grupo manejo un fondo de capital privado de US\$300 millones de dólares, Vice Presidente de los grupos de Fusiones y Adquisiciones y de Finanzas Corporativas de Salomon Smith Barney en New York, y consultor en las oficinas Boston y Chicago del Boston Consulting Group.

RAFAEL MEJIA MORENO: Cuenta con 25 años de experiencia en el mercado de capitales y bancario de El Salvador, en las áreas de operaciones y tesorería. Graduado de licenciatura de Administración de Empresas de la Universidad Politécnica de El Salvador, cuenta con una Maestría en Administración de Empresas de la Escuela de Negocios de INCAE. Ha formado parte de los Departamentos de Auditoría Interna de Banco de Comercio, y Banco Cuscatlán, Gerente de Finanzas y Planificación de Banco Capital, y Gerente de Operaciones y Finanzas de Bancos subsidiarios de Banco Agrícola en Honduras y Nicaragua.

JOSE MIGUEL VALENCIA ARTIGA: Cuenta con 6 años de experiencia en el área de finanzas corporativas y banca de inversión y comercial. Graduado de la Universidad Don Bosco con grado de Ingeniería Eléctrica, cuenta con una Maestría en Administración de Empresas de la Escuela de Negocios de INCAE. Ha fungido como consultor de empresas en finanzas y administración como parte del equipo consultor de la firma Latin Capital Advisors, S.A., y ha sido Sub Gerente de Análisis de Créditos en la División de Riesgos del Banco HSBC El Salvador. Ha sido docente en la facultad de Ingeniería de la Universidad Jose Simeón Cañas, fundador del Club de e-Business de INCAE, y miembro del club de consultaría y estrategia de INCAE.

En la reunión de Junta Directiva del día 23 de julio de 2008 como punto único fue nombrado Eduardo Alfaro Barillas como Gerente General de la Sociedad.

Hencorp Valores, S.A. Titularizadora a la fecha bajo el número EM-0038-2010 del Registro Especial de emisiones de valores del Registro Público Bursátil tiene registrada la emisión de Valores de Titularización Hencorp Valores Asociación Liceo Francés 01 que puede abreviarse VTHVALF01.

VII. Activos Titularizados

La emisión de Valores de Titularización por US\$ 20,815,000.00 están amparados por Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros de una porción de los primeros ingresos percibidos en concepto de: a) El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales; b) 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; c) Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan; d) El producto de la administración de los servicios públicos municipales; e) Las rentas de todo género que el municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad; f) Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género; g) Las subvenciones, donaciones y legados que reciba; h) El producto de los contratos que celebre; i) 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; j) Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes; k) El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga; l) El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectuaré; m) Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos; n) Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas. Se exceptúan las transferencias relacionadas con el Fondo para El Desarrollo Económico y Social de los Municipios. Los montos establecidos en la Cesión de Derechos sobre Flujos Financieros Futuros serán libres de cualquier impuestos que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo al Municipio de San Salvador, el pago a la administración tributaria ó a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales ó tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros.

Mediante Escritura Pública de Cesión de Derechos de Flujos Financieros Futuros el Municipio de San Salvador cede, a título oneroso, y hace la tradición de dominio a Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, como administradora del Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01, de todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de ingresos mencionados en el párrafo anterior, a partir del día uno de cada mes, hasta completar el monto de cada una de las ciento veinte mensualidades cedidas. La suma del total de las ciento veinte mensualidades será equivalente a US\$ 36,000,000.00. La cesión mensual será en cuotas iguales y sucesivas por un monto de US\$ 300,000.00.

Los flujos financieros futuros recibidos por Hencorp Valores S.A. Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01 se utilizarán para abonar únicamente cuando esto haga falta la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida hasta acumular un saldo mínimo a las dos próximas cuotas de capital e intereses a pagarse a los Tenedores de Valores; obligaciones a favor de los tenedores de valores; las comisiones a la Sociedad Titularizadora; el saldo de costos y gastos adeudados a terceros; y el pago de deuda tributaria. Cualquier remanente que existiere después de cumplir con las obligaciones antes mencionadas se devolverá al Originador.

Según las proyecciones financieras realizadas, los flujos financieros futuros cedidos anualmente por el Municipio de San Salvador al Fondo de Titularización aquí descritos equivalen en promedio al 7% de los Ingresos anuales totales proyectados por el Municipio de San Salvador, es decir, que el Municipio de San Salvador tendría que experimentar una disminución de más del 93% de los ingresos totales percibidos actualmente para que el cumplimiento de la cesión mensual en cuotas iguales y sucesivas por un monto de US\$ 300,000.00, no pueda ser sostenible.

Los ingresos cedidos mensualmente por el Municipio de San Salvador a Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, en su calidad de administradora del Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 01, se calcularon bajo la premisa de pago de intereses a los inversionistas a una tasa máxima de interés de siete por ciento anual (7.0%).

Los derechos sobre flujos financieros futuros de ingresos del Municipio de San Salvador no tienen, por su misma naturaleza, plazo de caducidad alguno, sino el que corresponde al pago de principal de la emisión. El valuó de los flujos financieros futuros cedidos se ha realizado a valor nominal en dólares. Por último, los derechos sobre flujos financieros futuros de ingresos del Municipio de San Salvador no tienen, por su misma naturaleza, procedimiento de sustitución.

Figuroa Jiménez & CO., S.A., Perito Valuador de activos financieros para procesos de titularización de activos calificado por la Superintendencia de Valores, dictaminaron sobre los activos titularizados que:

“los Estados Financieros Proyectados y los supuestos utilizados, proporcionan una base razonable de los valores siguientes: el valor de VEINTE MILLONES EXACTOS DE DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (US\$20,000,000.00), a ser reconocido y entregado al Municipio de San Salvador por Hencorp Valores S.A., Titularizadora; y el valor correspondiente a la cesión de derechos sobre flujos financieros futuros de los ingresos especificados hasta un monto de TREINTA Y SEIS MILLONES DE DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (US\$36,000,000.00)”. La metodología de valuación de los flujos financieros futuros utilizada por el perito se adjunta al presente Prospecto en el Anexo 7.

VIII. Información del Originador

Denominación Social: Municipio de San Salvador

Sector Económico: Municipalidades

Actividad Económica: Entidad municipal encargada de la administración y desarrollo del Municipio de San Salvador

La Alcaldía Municipal de San Salvador es la entidad gubernamental encargada de la administración y desarrollo del Municipio de San Salvador. Aunque es difícil establecer una fecha exacta de fundación el registro más antiguo conocido que hace referencia a esta alcaldía es del año de un mil quinientos veinticinco.

El objetivo de la actual administración es convertir a San Salvador en una Ciudad Capital segura, próspera, limpia, y bien administrada; en armonía con el medio ambiente. En resumen una ciudad de la cual los salvadoreños se sientan orgullosos.

El plan de la Alcaldía se fundamenta en los siguientes ejes:

1. Seguridad
2. Desarrollo Humano
3. Desarrollo Urbano
4. Ornato y Limpieza
5. Gestión Transparente y Rendición de Cuentas

IX. Factores de Riesgo

Los factores de riesgo asociados a la cesión derechos de flujos financieros futuros que el Municipio de San Salvador se presentan a continuación:

Riesgos del Fondo de Titularización

Riesgo	Descripción
Riesgo de Mora	Este riesgo está asociado a una posible disminución en el pago de los servicios que presta el Municipio de San Salvador. Este riesgo se refiere a cualquier evento que redunde en una disminución en los ingresos de la institución.
Riesgo Regulatorio	El Municipio de San Salvador es una entidad regida por las leyes de El Salvador relacionadas a la Administración Municipal. Cambios regulatorios podrían ocasionar un impacto en la generación o transferencia de los flujos financieros futuros desde la Municipalidad de San Salvador hacia el Fondo de Titularización, afectando así la liquidez y solvencia del Fondo de Titularización.
Riesgo Estratégico	El Municipio de San Salvador podría en cualquier momento tomar decisiones que repercutan en un cambio material adverso sobre los flujos de ingresos generados por la Institución.

Riesgos de la Emisión

Riesgo de Liquidez	El riesgo de liquidez de un inversionista en la presente emisión está relacionado con la incertidumbre en la venta de los valores en que ha invertido en el mercado secundario, o en la incertidumbre en la obtención de liquidez sobre su inversión a través de otros mecanismos del mercado de capitales.
Riesgo de Mercado	El riesgo de mercado se refiere a las posibles pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas debido a cambios en los precios de los Valores de Titularización ocasionados por variables exógenas que atienden al mecanismo de libre mercado.
Riesgo de Tasa de Interés	La tasa de interés de los Valores de Titularización – Títulos de Deuda podrá ser fija o podrá usar como referencia la Tasa de Interés Básica Pasiva a 180 días (TIBP180) o la tasa LIBOR a 6 meses más una sobre tasa mínima de 0.01%. 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 un momento determinado puedan ser más competitivas que las de los valores de la presente emisión.
Riesgo de Inembargabilidad	En el caso que el Municipio de San Salvador, incumpliere con alguna de las obligaciones derivadas del Contrato de Cesión de Flujos Financieros Futuros otorgado con Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, en su calidad de administradora del FTHVAMS01, y ésta o cualquier otro interesado inicien cualquier acción judicial, éstos, de conformidad al Artículo 1488 del Código Civil, no podrán embargar ningún bien municipal en atención a que el Municipio de San Salvador no ha renunciado expresamente a la inembargabilidad de sus bienes.

X. Pérdidas y Redención Anticipada.

De producirse situaciones que impidan la generación de los flujos financieros futuros de fondos proyectados y una vez agotados los recursos del Fondo de Titularización, los Tenedores de Valores deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones, sin perjuicio de exigir el cumplimiento de lo establecido en el Contrato de Cesión y de Titularización.

En caso de presentarse eventos que pongan en riesgo la generación de los flujos financieros futuros de fondos cedidos especificados en el Contrato de Titularización y de Cesión, corresponderá a los Tenedores de Valores decidir si aplica una causa de caducidad del plazo, para la cual será necesario el acuerdo tomado por la Junta General Extraordinaria de Tenedores de Valores. Cualquier saldo no cubierto con la liquidación del Fondo como consecuencia de este acuerdo será asumido por los Tenedores de Valores.

En caso el proceso de titularización genere pérdidas causadas por dolo o culpa en las actuaciones de responsabilidad de la Sociedad Titularizadora, declaradas como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los Tenedores de Valores podrán ejercer las acciones contempladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener el pago y las indemnizaciones a las que hubiere lugar.

Los Valores de Titularización - Título de Deuda, transcurridos cuarenta y ocho meses después de su colocación podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la Junta Directiva de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, correspondiéndole a la Titularizadora decidir si existen las condiciones para una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por su Junta Directiva. El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la Titularizadora, actuando en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos, debiendo realizarse por medio de transacciones en la Bolsa de Valores. En caso de realizarse la redención anticipada de los valores, ya sea parcial o totalmente, los Tenedores de Valores recibirán el saldo insoluto parcial o totalmente de capital de los valores emitidos y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. Transcurrido este plazo y si hubiesen valores redimidos no pagados, la Titularizadora mantendrá, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los Tenedores de Valores mediante depósito judicial a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. de C.V.

XI. Administración de los Activos Titularizados

En virtud del contrato de administración, Hencorp Valores, S.A., Titularizadora entrega en administración al Municipio de San Salvador, los activos que conforman el Fondo de Titularización antes mencionado, los cuales han quedado debidamente relacionados en el Contrato de Cesión y Administración. En ese sentido, es convenido que la labor de administración antes indicada, se entenderá referida a la facultad del Municipio de San Salvador de ejercer labores de procesamiento de información, de recaudación de flujos financieros generados por el fondo de titularización en comento, de contabilización, de registro de pagos y otros de naturaleza análoga sobre dichos activos. Los detalles generales del contrato se presentan a continuación:

A) Facultad del Municipio de San Salvador: En virtud del contrato de Cesión y Administración, el Municipio de San Salvador tendrá la facultad de cobrar y percibir por cuenta de la Titularizadora en su calidad de administradora del Fondo de Titularización, los flujos financieros futuros provenientes de los primeros ingresos, en concepto de: a) El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales; b) 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; c) Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan; d) El producto de la administración de los servicios públicos municipales; e) Las rentas de todo género que el municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad; f) Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género; g) Las subvenciones, donaciones y legados que reciba; h) El producto de los contratos que celebre; i) 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; j) Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes; k) El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga; l) El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectuar; m) Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos; n) Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas, de cada mes, hasta un monto de US\$ 36,000,000.00, en ciento veinte meses, a partir de la fecha de colocación en mercado primario de los valores emitidos con cargo al FTHVAMS 01 administrado por la Titularizadora, en montos mensuales de US\$300,000.00. Se exceptúan las transferencias relacionadas con el Fondo para El Desarrollo Económico y Social de los Municipios. Los montos establecidos serán libres de cualquier impuestos que en el futuro puedan serles establecidos, correspondiendo al Municipio de San Salvador, el pago a la administración tributaria ó a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales ó tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros.

B) Obligaciones del Municipio De San Salvador: El Municipio de San Salvador se obliga a: 1) Cobrar y percibir por cuenta de la Titularizadora los flujos futuros provenientes de los flujos financieros antes relacionados, en la cuantía y forma antes establecida; 2) Poner a disposición de la Titularizadora todas las cantidades de dinero que cobre y perciba de conformidad al literal anterior, a más tardar el día hábil próximo siguiente abonando a la cuenta bancaria que para dicho efecto le sea proporcionada por la Titularizadora; 3) Proporcionar a la Titularizadora toda clase de información en torno a la generación de los flujos financieros futuros cedidos en el contrato de Cesión y Administración y en torno a las actividades, cambios, situación legal ó financiera del Municipio de San Salvador. Esta información deberá proporcionarse en un plazo no mayor a cinco días hábiles contado desde la fecha en que Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, se lo solicite por escrito; 4) Informar por escrito y de forma inmediata a Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, al Representante de los Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVAMS 01 y a la Superintendencia de Valores, de cualquier hecho relevante que afecte o pueda afectar negativamente los flujos financieros futuros cedidos en el referido instrumento; 5) Proporcionar cualquier clase de información que le sea solicitada por la Superintendencia de Valores, cuando ésta actúe de conformidad con sus facultades legales y especialmente, con la facultad establecida en el artículo cuatro, literal "a" de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores; 6) Proporcionar cualquier clase de información que le sea solicitada por el Representante de los Tenedores de Valores emitidos con cargo al FTHVAMS 01, cuyo objeto sea exclusivamente el de verificar la situación de los flujos financieros futuros cedidos en el referido instrumento, así como los mecanismos y procedimientos utilizados para su recaudación, cobro, percepción y entrega; 7) Cuando haya ocurrido alguna de las causales de caducidad contempladas en el contrato de cesión de flujos financieros futuros, deberá enterar a Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, como administrador del FTHVAMS 01, todos los ingresos que reciba el Municipio de San Salvador a partir del día en que se tenga por caducado el plazo hasta completar el saldo que a esa fecha se encuentre pendiente de enterar del monto de US\$ 36,000,000.00; 8) El Municipio de San Salvador se obliga a firmar y mantener vigentes y válidos los instrumentos legales que sean necesarios para que sus colectores trasladen de forma directa al Fondo de Titularización o permitan al mismo cargar las cuentas corrientes o deposito del municipio por los fondos acordados en el referido instrumento ya sea por Ordenes Irrevocables de Pago u Ordenes Irrevocables de Deposito; y 9)

Ejecutar los cambios en los mecanismos y procedimientos utilizados para la recaudación, cobro, percepción y entrega de los flujos financieros cedidos en el referido instrumento, en la forma y plazos que le instruya Hencorp Valores, S.A Titularizadora.

C) Facultad De Hencorp Valores, S.A. Titularizadora: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora estará facultada para verificar periódicamente los mecanismos y procedimientos utilizados para la recaudación, cobro, percepción y entrega de los flujos financieros futuros cedidos en el referido instrumento, pudiendo instruir cambios en dichos mecanismos.

XII. Custodia de los Activos Titularizados

El activo subyacente a la emisión corresponde a la Cesión de los Derechos de Flujos Financieros Futuros de una porción de los ingresos percibidos por el Municipio de San Salvador. La Titularizadora entregará en custodia los Contratos de Titularización y Contrato de Cesión y Administración a CEDEVAL, S.A. de C.V. Los Derechos sobre flujos financieros futuros serán recolectados por el Municipio de San Salvador por medios de sus colectores quienes por medio de una Orden Irrevocable de Pago u Orden Irrevocable de Deposito trasladaran o permitirán cargar las cuentas de depósito o corrientes por los fondos correspondientes al Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01. Por lo tanto, dada la naturaleza de los activos, no serán depositados ni custodiados por sociedad especializada en depósito y custodia.

Ordenes Irrevocables de Pago (OIPs): Como respaldo operativo de la emisión, el Municipio de San Salvador por medio de Contrato de Cesión y Administración se comprometió a transferir la cesión de pagos a través de girar Órdenes Irrevocables de Pago (OIPs), que serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVAMS 01 y que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colecturía tributaria del Municipio. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad del Municipio de San Salvador de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el Contrato de Cesión al FTHVAMS 01.

Ordenes Irrevocables de Depósito (OIDs): En caso que por cualquier motivo, y sí y sólo sí los colectores del Originador no pueden ejecutar las Ordenes Irrevocables de Pago, la Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo podrá ejecutar la o las Órdenes Irrevocables de Deposito autorizadas por el Municipio de San Salvador en las diferentes entidades Bancarias en las que el Municipio colecte o disponga de fondos hasta por las cantidades acordadas en el Contrato de Cesión y que serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVAMS 01. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad del Municipio de San Salvador de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el Contrato de Cesión al FTHVAMS 01.

XIII. Clasificación de Riesgo

Esta emisión cuenta con Clasificación de Riesgo otorgada por Pacific Credit Rating, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo. La clasificación de riesgo otorgada inicialmente es "AA" según sesión de su Consejo de Clasificación de Riesgo de referencia al trece de diciembre de dos mil diez con información financiera al treinta de septiembre de dos mil diez, obligándose la Sociedad Titularizadora a mantener la emisión clasificada durante todo el período de su vigencia y actualizarla trimestralmente, conforme a la resolución de la Superintendencia de Valores dictada al efecto. La Clasificadora de Riesgo ha sido contratada por un plazo inicial de un año. La clasificación de riesgo "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. Adicionalmente la emisión cuenta con Clasificación de Riesgo otorgada por Fitch Centroamerica, S.A., Clasificadora de Riesgo. La clasificación de riesgo otorgada inicialmente es "AA-" según sesión de su Consejo de Clasificación de Riesgo con fecha de referencia al catorce de diciembre de dos mil diez, con información financiera al treinta de septiembre de dos mil diez, obligándose la Sociedad Titularizadora a mantener la emisión clasificada durante todo el período de su vigencia y actualizarla trimestralmente, conforme a la resolución de la Superintendencia de Valores dictada al efecto. La Clasificadora de Riesgo ha sido contratada por un plazo inicial de un año. La clasificación de riesgo "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. El signo "-" indica un mayor nivel de riesgo. Los informes completos de la clasificación se incluyen en el anexo dos del presente prospecto.

XIV. Representante de los Tenedores de Valores

Denominación Social:	Lafise Valores de El Salvador, S.A.– Casa de Corredores de Bolsa
Dirección	Edificio World Trade Center, Torre II, No. 304. 89 Avenida Norte y Calle El Mirador, Colonia Escalón. San Salvador
Teléfono	2243-2545
Fax	2243-5332
Nombramiento	La Junta de Directiva de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora en acta JD-15/2010 de fecha 22 de septiembre de 2010 nombra a Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V. – Casa de Corredores de Bolsa como Representante de los Tenedores del FTHVAMS01.

A. Principales obligaciones de información que el Representante deberá proporcionar a los Tenedores de Valores.

El Representante de los Tenedores de Valores de Titularización deberá enviar a la Bolsa de Valores respectiva y a la Superintendencia, dentro de los ocho días hábiles siguientes a la fecha del hecho, la información siguiente:

1. La renuncia y la designación del nuevo Representante de los Tenedores, quien deberá cumplir los requisitos definidos en la Ley de Titularización;
2. Los avisos de convocatoria de la Junta de Tenedores y copia del acta de la asamblea;
3. Copia de los documentos que den constancia de la sustitución o levantamiento parcial de las garantías de la emisión, y del levantamiento total de éstas, cuando se hubieren pagado en su totalidad los títulos colocados;
4. Copia certificada notarialmente del visto bueno del Representante de los Tenedores, para la sustitución de activos, a que se refiere el artículo 80 literal f) de la Ley de Titularización;
5. Copia certificada de los documentos o contratos celebrados por el Representante de los Tenedores en nombre del conjunto de los tenedores.

El Representante de los Tenedores deberá remitir a la Bolsa de Valores respectiva y a la Superintendencia dentro del día hábil siguiente de que se produzca el hecho o llegue a su conocimiento:

1. Certificación en la que conste que los bienes que conforman el Fondo, se encuentran debidamente aportados y en custodia, libres de gravámenes, prohibiciones o embargos y, cuando aplique, que se han constituido los aportes adicionales. O en su defecto, que transcurridos sesenta días contados desde el inicio de colocación de la emisión, comunicará que no puede otorgar la certificación antes mencionada, por encontrarse los bienes antes dichos con gravámenes, prohibiciones o embargos o por no estar debidamente aportados o no haberse otorgado los aportes adicionales pactados;
2. Comunicación informando el incumplimiento por parte del emisor de sus obligaciones para con los Tenedores de los Valores de Titularización o su representante, contempladas en el contrato de titularización.
3. En los casos en que ocurran circunstancias o hechos que revistan una importancia de carácter relevante, como el caso de una Asamblea Extraordinaria de Tenedores de Valores, que puedan causar efectos directos ya sea en el mercado o en los inversionistas, éstos deberán ser comunicados por el Representante de los Tenedores, en forma inmediata a la Bolsa de Valores respectiva y a la Superintendencia a más tardar dentro de las 24 horas siguientes en que ha ocurrido el hecho.
4. El Representante de los Tenedores deberá informar a la Bolsa de Valores respectiva y a la Superintendencia, cualquier hecho o información relevante que pueda estar derivada de situaciones que impidan el normal desarrollo del Fondo de Titularización o afecten los intereses de los Tenedores de Valores o del mercado. Dicha información deberá remitirse inmediatamente después de que hayan ocurrido o se haya tenido conocimiento del hecho relevante. En el caso de la remisión a la Superintendencia de Valores, deberá realizarse a través de la siguiente dirección electrónica info.relevante@superval.gob.sv.
5. Asimismo deberá comunicar la información relevante de manera impresa a la Superintendencia de Valores el siguiente día hábil de ocurrido el hecho o de haber sido enviada la comunicación vía electrónica.

En adición a lo anterior, el Representante de los Tenedores, podrá ser convocado periódicamente por la Superintendencia de Valores para revisar los principales hechos e indicadores de avance del Fondo de Titularización que representa.

B. Principales facultades de control atribuidas al Representante de Tenedores de Valores de Titularización.

El Representante de los Tenedores de Valores tendrá la responsabilidad de vigilar que el Fondo de Titularización este debidamente integrado según lo establecido en la ley, en el contrato de titularización y en lo que establezca la primera junta de tenedores de Valores de Titularización.

El Representante de los Tenedores de Valores tendrá las obligaciones siguientes:

1. Ejercitar todas las acciones o derechos que al conjunto de los tenedores de valores corresponda para reclamar el pago de los derechos concedidos en los valores adquiridos, así como las que requiera el desempeño de las funciones a que establece el Art. 80 de la Ley de Titularización de Activos se refiere, y ejecutar los actos conservativos necesarios.
2. Convocar y presidir la Junta General de Tenedores de Valores y ejecutar sus decisiones,
3. Recabar periódica y oportunamente de los administradores de la Titularizadora, datos relativos a la situación financiera de la misma y del Fondo de Titularización, y los demás que considere necesarios para el ejercicio de sus funciones.
4. Otorgar, en nombre del conjunto de los Tenedores de Valores, los documentos o contratos que deban celebrarse.
5. Emitir certificación de integración del Fondo de Titularización.
6. Dar visto bueno en la sustitución de activos, de acuerdo a lo pactado en el Contrato de Titularización.
7. Otras que señale la Ley de Titularización de Activos y el respectivo Contrato de Titularización.

Colocado el setenta y cinco por ciento del monto de valores a emitir, el Representante de los Tenedores de Valores convocará a una Junta General Ordinaria de Tenedores de Valores, quienes ratificarán la designación que le fue otorgada por la Titularizadora para actuar en ese cargo o elegirán un nuevo Representante de los Tenedores de Valores; también elegirán a un suplente. Asimismo, ratificarán o modificarán sus emolumentos.

Si el Representante de los Tenedores de Valores no hiciere la convocatoria luego de cinco días hábiles posteriores a la colocación del setenta y cinco por ciento de los valores emitidos, lo hará la Titularizadora, nombrándose al Representante de los Tenedores de Valores sustituto y al suplente. Asimismo, se acordarán las acciones correspondientes en contra del Representante de Tenedores de Valores que incumplió sus obligaciones.

XV. Información Financiera a los Tenedores de Valores

La Sociedad Titularizadora mantendrá a disposición del Representante de los Tenedores, toda la documentación relacionada a la constitución y desempeño del Fondo de Titularización que represente; tal como los contratos de servicios, los informes de valuación, los informes de supervisión y los reportes del auditor externo. Así mismo, de ser necesario, pondrá a disposición del Representante de Tenedores y del Liquidador nombrado, la información necesaria para la liquidación de un Fondo de Titularización, cuando corresponda.

El último Estado Financiero del Fondo de Titularización anual auditado y trimestral y su respectivo análisis razonado se encontrarán disponibles en las oficinas de la Sociedad Titularizadora, en la Superintendencia de Valores y en las oficinas de los colocadores.

Los Estados Financieros de la Sociedad Titularizadora y la declaración jurada del representante legal de la Sociedad Titularizadora sobre la veracidad de la información proporcionado para fines del registro de la emisión de los valores se adjuntan en el anexo cuatro y cinco de este prospecto.

XVI. Impuestos y Gravámenes

Conforme se establece en el Art. 86 de la Ley de Titularización de Activos, los Fondos de Titularización están exentos de toda clase de impuestos y contribuciones fiscales. Las transferencias de activos para conformar un Fondo de Titularización, ya sean muebles o inmuebles, estará igualmente exentos de toda tasa de cesiones, endosos, inscripciones registrales y marginaciones.

En lo referente al Impuesto a la Transferencia de Bienes Muebles y a la Prestación de Servicios, los activos, derechos y flujos financieros futuros transferidos para un Fondo de Titularización, así como la prestación de servicios por parte de dicho Fondo, tendrán el mismo tratamiento tributario que tenían cuando estaban en el patrimonio del Originador. En este caso particular aquellos flujos para los cuales el Municipio de San Salvador pague algún tipo de impuestos deberán ser cedidos a Hencorp Valores, S.A. Titularizadora libre de impuestos.

Los Fondos de Titularización aún cuando están exentos del pago de Impuesto sobre la Renta, estarán obligados a presentar su declaración de renta al final de cada ejercicio impositivo ante la Dirección General de Impuestos Internos. Una vez finalizado el plazo del Fondo de Titularización, deberá presentarse una liquidación a la Dirección General de Impuestos Internos.

Si después de cumplidas las obligaciones del Fondo de Titularización con los Tenedores de Valores y con otros terceros, quedaren bienes remanentes en dicho Fondo, dichos bienes se entregaran al Municipio de San Salvador, estando dicho Municipio sujeto al pago del Impuesto sobre la Renta por los bienes recibidos, en caso esto aplique. Se faculta a la Administración Tributaria para realizar la valoración de tales bienes a efecto de establecer el valor de mercado de los mismos y los ajustes tributarios que se originen del ejercicio de tales facultades. En la liquidación a que se refiere el artículo 87 de la Ley de Titularización de Activos deberá hacerse constar, el nombre y número de identificación tributaria de la persona o entidad que recibirá los bienes remanentes.

Los intereses, premios y otras utilidades que perciban los inversionistas por los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titularización estarán sujetos al pago de impuesto sobre la renta conforme lo establezca la Ley vigente.

Las utilidades, dividendos, premios, intereses, réditos, ganancias netas de capital o cualquier otro beneficio obtenido por una persona natural domiciliada, en inversiones de títulos valores y demás instrumentos financieros, estará gravadas de acuerdo a la legislación vigente en esta materia.

XVII. Costos y Gastos

Costos Iniciales Variables (de Acuerdo al monto a colocar)	
Casa Corredora (Mercado Primario)	0.100%
Bolsa de Valores (Mercado Primario)	0.125%
CEDEVAL (Comisión por Deposito)	0.030%
CEDEVAL (Comisión por Transferencia)	0.001%
Registro Emisión en Registro Publico Bursatil	0.020%
Costos Iniciales Fijos	
Inscripción Emisión en BVES	\$ 250
Presentación de Inscripciones a BVES- Casa Corredora	\$ 1,000
Legales	\$ 5,000
Papelería	\$ 2,000
Comercialización	\$ 3,000
Costos Periódicos Fijos	
Clasificación de riesgos	\$30,500
Perito Valuador	\$10,000
Inscripción/Renovación BVES	\$ 575
Auditor Externo	\$ 2,800
Representante de los Tenedores	\$10,000
Publicaciones	\$ 3,000
Comisiones Hencorp Valores	
Comisión por administración HV Mensual (Sobre el saldo de la Emisión)	0.50%
Comisión por estructuración HV (Sobre el Monto de la Emisión)	0.75%

La funciones de administración y colecturía de los fondos serán realizados por el Municipio de San Salvador a titulo no oneroso como está contemplado en Contrato de Cesión y Administración.

Anexo 1

Yo, **Eduardo Arturo Alfaro Barillas**, en mi calidad de Representante Legal de la sociedad Hencorp Valores S.A., Titularizadora, hago de su conocimiento que al 12 de noviembre de 2010 existe en nuestra nomina de accionistas solo un accionista con más del 10% de participación social en Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, el cual detallamos a continuación:

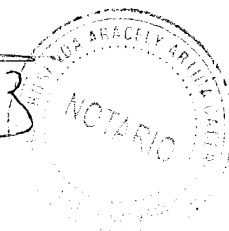

Accionista	Participación
Hencorp, Inc	77.50%

San Salvador, 12 de noviembre de 2010



Eduardo Arturo Alfaro Barillas
No. DUI. 00420950-9

*DOY FE: Que la firma que aparece al calce del anterior documento es **AUTENTICA** por haber sido reconocida a mi presencia por el Señor **EDUARDO ARTURO ALFARO BARILLAS**, quien es de cuarenta y dos años de edad, del domicilio de San Salvador, a quien conozco, portador de su Documento Único de Identidad cero cero cuatro dos cero nueve cinco cero- nueve, en fe de lo cual firmo y sello en San Salvador el doce de noviembre de dos mil diez.*



ARACELY ARRILA
NOTARIO

Anexo 2

Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 01

Informe con estados financieros no auditados al 30 de septiembre de 2010		Fecha de Comité: 13 de Diciembre de 2010
Luis Montano	(503) 2266.9472	lmontano@ratingspcr.com
Javier Calvo Villagran	(502)2261.7066	jcalvo@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Calificado	Clasificación	Observación
Tramo 1	AA	Estable
Tramo 2	AA	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.

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

"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales, sin embargo no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos."

Racionalidad

Pacific Credit Rating en Sesión de Comité N° 018/2010 del 13 de diciembre de 2010 acordó por unanimidad asignar la clasificación de "AA" los Valores de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 01 - VTHVAMS01.

Las clasificaciones asignadas toman en consideración los siguientes aspectos:

- La adecuada capacidad de generación de recursos del Municipio de San Salvador. En los últimos años, los ingresos operativos de esta institución en promedio generaron alrededor de US\$37.56 millones. Si bien las proyecciones del Municipio indican que sus ingresos se incrementarán en los próximos años, estos dependerán de las estrategias que la administración adopte.
- La actual gestión de gastos llevada a cabo por el municipio. A septiembre del 2010, el Municipio presentó un margen neto negativo (un déficit de US\$1.70 millones), inferior en US\$0.66 millones respecto al déficit reflejado en septiembre del 2009. Esto debido al aumento de los gastos financieros generados por los ajustes¹ de años anteriores.
- La firma por parte del Municipio de San Salvador de una Orden Irrevocable de Pago, mediante la cual se instruye a la institución encargada de hacer la recolección de sus tributos a trasladar estos recursos a las cuentas del Fondo de Titularización. En opinión de PCR, el mecanismo de recolección de impuestos mediante colectores independientes permite reducir considerablemente el riesgo de una administración discrecional de los ingresos por parte del originador.
- La condición de mantenimiento de un saldo mínimo de efectivo en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización, lo que conforma uno de los mecanismos de cobertura para la emisión. El hecho de que el saldo mantenido en la Cuenta Restringida no deba ser menor al monto de las próximas

¹ Gasto generado por déficit operacional o neto de periodos anteriores.

dos cuotas de pago de intereses y principal de los Valores de Titularización, permite mitigar el riesgo de que el Fondo enfrente una contingencia de corto plazo para hacer frente a sus obligaciones.

- El establecimiento de resguardos financieros para la emisión. A efectos de llevarse a cabo la emisión de los valores de titularización, el originador se compromete a mantener un ratio de endeudamiento² municipal menor a 1.7 veces, proveyendo una sana meta de gestión para la administración de la entidad.
- La saludable recomposición de los pasivos de la Alcaldía que sería alcanzada una vez realizada la emisión, lo que se constituye en un elemento positivo adicional para la mejora de su gestión. La porción de ingresos cedida es un poco menor al pago que ya realiza mensualmente el Municipio por los préstamos vigentes con instituciones financieras bancarias locales (que serán cancelados con los recursos provenientes de la emisión). Esta parte de los ingresos es equivalente a US\$ 300,000 mensuales.
- La dependencia del Municipio a la estabilidad política, económica y social de El Salvador. Al estar fuertemente influenciados los ingresos del Municipio al buen desempeño de las actividades económicas del país, posibles conflictos sociales y/o políticos pueden poner en cierto riesgo la generación de recursos de la entidad. Es importante señalar que los ingresos anuales totales del Municipio no han disminuido año con año, aún en los eventos de catástrofe natural como el terremoto de 2001. Por otro lado, la economía de El Salvador, ha presentado una leve mejora con respecto al 2009, reportando un crecimiento en su PIB de 0.6%³ al segundo trimestre del 2010.
- El bajo nivel de endeudamiento patrimonial que presenta el Municipio de San Salvador. A septiembre de 2010, la razón pasivos totales sobre patrimonio de la entidad alcanzaron un nivel de 0.25 veces; lo que le permite al Municipio contar con el respaldo patrimonial suficiente para absorber posibles pérdidas. El nivel de endeudamiento alcanzado en los últimos años permaneció alrededor de 1.0 veces, siendo este el nivel adecuado conforme a la Ley de Endeudamiento Municipal.
- La adopción de compromisos adicionales por parte del originador, que lo obligan a pagar el resto de los flujos pendientes de ser entregados al Fondo de Titularización en 4 casos⁴ concretos de flagrante desventaja para los inversionistas. En opinión de la Calificadora, estos compromisos adicionales, junto con el hecho mismo de realizar la colocación a través de un Fondo Patrimonial, contribuyen a reducir el riesgo derivado de algún manejo administrativo que busque fines políticos, y que vaya en perjuicio de los intereses de los tenedores de los Valores de Titularización.
- La experiencia de Hencorp Valores S.A., Titularizadora y su prestigio alcanzado dentro del mercado de valores salvadoreño, y que se constituyen en un respaldo adicional para la emisión, al estar la administración del Fondo Patrimonial bajo custodia de la referida empresa.

² Endeudamiento: Utilización de recursos de terceros obtenidos vía deuda para financiar una actividad y aumentar la capacidad operativa de la empresa.

³ Datos actualizados y preliminares obtenidos del Banco central de Reserva de El Salvador: <http://www.bcr.gob.sv/?x21=30>

⁴ Detallado en el documento; página N° 6.

Resumen de la estructura de titularización

Cuadro 1: Datos básicos de la Emisión.	
Emisor	: Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Uno – FTHVAMS01 (en adelante, el Fondo de Titularización).
Emisión	: Valores de titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador (VTHVAMS01)
Originador	: Municipio de San Salvador (Capital de la República de El Salvador).
Activos del Fondo de Titularización	: Los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros por concepto de impuestos, tasas y contribuciones municipales; y en general de los ingresos a los que se refiere el artículo sesenta y tres del Código Municipal ⁵ , y cualquier otro ingreso percibido por el Municipio de San Salvador. Se exceptúan las transferencias relacionadas con el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios.
Sociedad de Titularización	: Hencorp Valores S.A., Titularizadora (en adelante, la Sociedad Titularizadora), representante legal y administradora del Fondo de Titularización.
Agente Estructurador	: Hencorp Valores S.A., Titularizadora.
Respaldo de la Emisión	: Los Valores de Titularización serán respaldados por los derechos sobre los Flujos Futuros que constituyen el Fondo de Titularización y por los mecanismos de cobertura.
Mecanismos de Cobertura	: (i) Cuenta Restringida, que no deberá ser menor a las próximas dos cuotas de pago de intereses y principal de los Valores de Titularización. (ii) Orden Irrevocable de Pago: mediante ésta, el Originador se compromete a transferir la cesión de flujos financieros identificada en el Cuadro 9. . Esta orden da las instrucciones a quienes hagan la función de colecturía tributaria de la Institución a trasladar directamente los fondos cedidos correspondientes a la cuota de cada mes, de forma sucesiva, a la Sociedad Titularizadora que administra el Fondo de Titularización.
Custodia y Depósito	: La emisión de Valores de Titularización representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, estará depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. de C.V.
Destino	: Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente emisión serán invertidos por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización en la adquisición de los derechos sobre flujos futuros ya mencionados del originador (los activos del Fondo de Titularización). El dinero obtenido a través del fondo será utilizado para el pago de deudas a corto plazo y a acreedores, principalmente (lo restante será destinado y para la ejecución de obras de infraestructura pública).

⁵ Decreto Legislativo; N°: 274; Fecha: 31/01/1986 D. Oficial: 23 Tomo: 290; Publicación DO: 05/02/1986, ver Anexo 1

Instrumentos Clasificados

Características de los instrumentos clasificados

Los instrumentos tendrán la denominación de Valores de Titularización - Títulos de Deuda del Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 01 – FTHVAMS01 Representaran la suma de hasta US\$20,815,000.00, con cargo al FTHVAMS01 (en adelante, el Fondo de Titularización). Los referidos activos serán inscritos conforme al siguiente detalle:

Cuadro 2: Detalle de la Emisión				
Tramo	Monto Emisión (US\$)	Plazo (Meses)	Numero de Emisiones	Valor Nominal Unitario (US\$)
Tramo 1	14,570,500	120	145,705	100
Tramo 2	6,244,500	60	62,445	100

Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

Los montos de los Valores de Titularización estarán representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta y denominadas en dólares de los Estados Unidos de América (US\$). La negociación de la emisión será de oferta pública mediante la Bolsa de Valores de El Salvador, directamente por medio de su ventanilla o bien por intermediación de las Casas de Corredores de Bolsa.

El plazo de negociación de los Valores de Titularización del Fondo de Titularización Hencorp Valores Alcaldía Municipal de San Salvador 01 es de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para colocar el setenta y cinco por ciento (75%) de la misma. En caso no se cumpliera con el plazo estipulado se procederá a la liquidación del Fondo de Titularización de acuerdo a los mecanismos establecidos en la Ley de Titularización de Activos.

La Sociedad Titularizadora, con cargo al FTHVAMS01, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante el periodo de vigencia de la emisión. La tasa de interés a pagar es variable y se encuentra conformada por una tasa de referencia⁶ y una sobretasa de interés fija. La tasa máxima de interés no será mayor al siete por ciento (7.0%) de interés anual y será reajustada de forma semestral.

El capital de la emisión del Tramo 1 se pagará de la siguiente manera: (i) los primeros 60 meses se pagará una amortización mensual de US\$52,037, y (ii) de los meses 61-120 se pagará una amortización mensual de US\$190,804 hasta por el monto final de US\$14,570,500. El capital de la emisión del Tramo 2 se pagará en forma lineal en un plazo de 60 meses, de forma sucesiva y mensual hasta por el monto final de US\$6,244,500 (amortización mensual de US\$104,075). Los intereses para ambos tramos se pagarán de forma mensual y consecutiva.

Los flujos a ceder al Fondo de Titularización en los 120 meses que dure la emisión se realizarán de acuerdo al Cuadro 9 que se encuentra a final del presente documento.

Destino de los Fondos

El propósito de los fondos que se obtengan por la negociación de la emisión será invertido por el Fondo de Titularización en la adquisición de derechos sobre flujos futuros de la Alcaldía Municipal. Los fondos obtenidos por la Alcaldía Municipal tendrán dos propósitos:

- i. Hencorp Valores, S.A., como representante legal y administrador del fondo de titularización cancelará directamente la deuda interna bancaria contraída por la Alcaldía Municipal (a septiembre 2010 la deuda interna bancaria ascendía a US\$13.04 millones).
- ii. Los fondos restantes (aproximadamente el 45% del monto emitido) serán destinados a inversiones en proyectos productivos y obras de beneficio social.

⁶ La tasa de interés se determinará utilizando como tasa base o de referencia la Tasa de Interés Básica Pasiva para los depósitos a plazo del Sistema Financiero a ciento ochenta (180) días publicada por el banco Central de Reserva de El Salvador, la semana anterior a efectuarse la negociación.

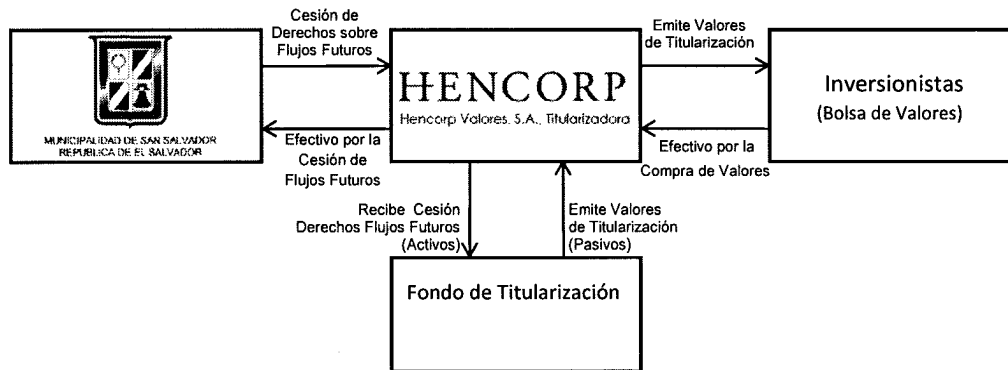
Descripción de la Estructura

Cesión de Derechos de Flujos Futuros

El Municipio ha cedido -a título oneroso- a Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, los Activos⁷ componentes del Fondo de Titularización, con cargo a dicho Fondo. Este proceso se llevará a cabo cada mes según la descripción mostrada en el Cuadro 9. En contraprestación a esta cesión, la Sociedad Titularizadora hará el pago de la deuda interna bancaria contraída por el Originador, quien usará el remanente de la colocación en proyectos productivos y obras sociales.

Gráfico 1

Diagrama de la Estructura



Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

La cesión de derechos sobre los Flujos Futuros se realizará en 120 meses; que en suma totalizarán un monto equivalente a US\$36,000,000.00. La cesión se llevará a cabo a través de los agentes colectores, a partir del día uno de cada mes.

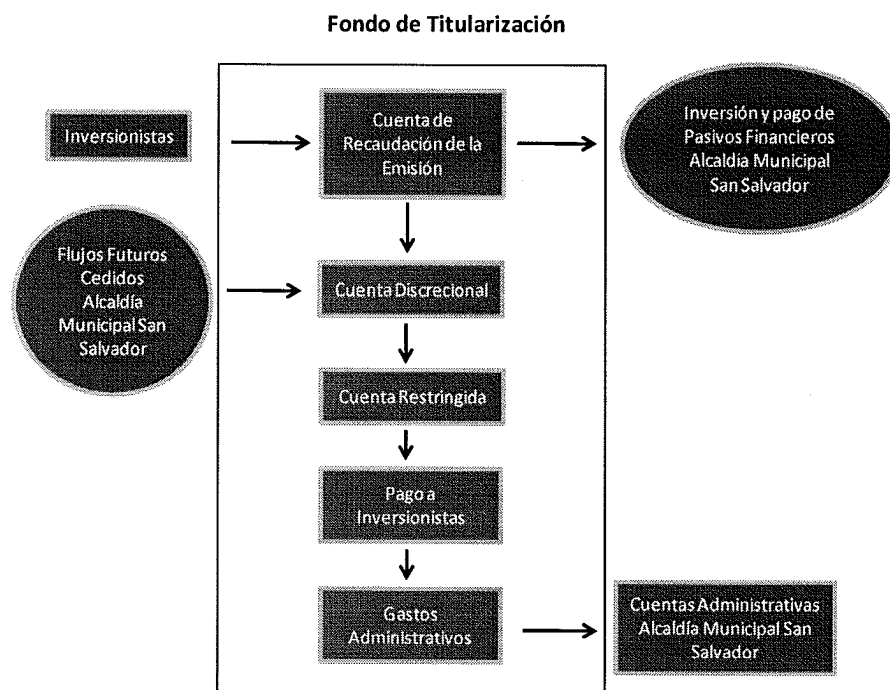
Operatividad de la Estructura de Titularización

Se abrirán las siguientes cuentas a nombre del Fondo de Titularización:

1. Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización: será la cuenta operativa donde se depositarán los ingresos provenientes de las cesiones de flujos del originador.
2. Cuenta Restringida del Fondo de Titularización: constituirá la provisión de dos cuotas mensuales de capital e intereses. El monto de la cuenta restringida se constituirá con los fondos provenientes de la venta de los valores de titularización.

⁷ A más detalle: todos los derechos sobre flujos futuros de los primeros ingresos, libres de impuestos, por concepto de ingresos tributarios, ingresos financieros, ingresos por transferencias corrientes recibidas, ingresos por transferencias de capital recibidas, ingresos por venta de bienes y/o servicios, ingresos por actualizaciones o ajustes de períodos anteriores, ingresos por servicios relacionados y cualquier otro ingreso generado por la Alcaldía Municipal de San Salvador.

Gráfico 2: Mecanismo de Asignación de Flujos



Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

Todo pago será realizado por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden de prelación:

- i. Abono a la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida⁸, que deberá mantener un saldo mínimo de una cuota de pago de intereses y principal únicamente cuando esto haga falta para asegurar el pago a los tenedores de los valores⁹;
- ii. Comisiones a la Sociedad Titularizadora;
- iii. Saldo de costos y gastos adeudados a terceros;
- iv. Obligaciones a favor de Tenedores de Valores;
- v. Deudas tributarias;

Luego de haberse realizado los pagos establecidos, cualquier remanente se devolverá al Originador.

Forma y Lugar de Pago

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

Procedimiento en Caso de Mora

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuado un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones al Fondo de Titularización, se determina que no existen en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización fondos suficientes para pagar en un cien por ciento (100%) 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 que esta realice los pagos a los Tenedores de los Valores de Titularización.

Si los fondos depositados en la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización no son superiores al valor de los fondos necesarios 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 debe ser comunicada al representante los Tenedores de los Valores de Titularización con el objetivo que convoque a Junta General de Tenedores y se determinen los pasos seguir.

⁸ El saldo de la Cuenta Restringida no deberá ser menor a una cuota del próximo pago de capital e interés de la emisión.

⁹ Información proporcionado por Hencorp; documento "Características de Emisión".

Prelación de pagos del fondo en caso de liquidación

Los pagos se deberán realizar en el orden establecido por el artículo 70 de la "Ley de Titularización de Activos¹⁰".

Procedimiento de Redención

Corresponderá a la Sociedad Titularizadora decidir si existen las condiciones para una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por la Junta Directiva de la misma. El monto de capital redimido, dejará de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención, el Fondo de Titularización hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los Valores de Titularización.

En caso de realizarse la redención anticipada, ya sea parcial o totalmente, los inversionistas recibirán el saldo insoluto de capital de los Valores de Titularización y los intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. En caso que sucede la redención anticipada, ésta debe efectuarse por medio de transacción en la Bolsa de Valores; en este caso, la Sociedad Titularizadora que administra el Fondo de Titularización deberá informar a la Bolsa con quince días de anticipación.

Mecanismos de Cobertura Interna y Resguardos Financieros

Mecanismos de Cobertura

El Fondo de Titularización contará con una Cuenta Restringida como Mecanismo de Cobertura Interno. La Cuenta Restringida será una cuenta bancaria administrada por Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, y el saldo de ésta no debe ser menor a dos cuotas del próximo pago de capital e intereses de la emisión.

Como respaldo operativo para la emisión, la Alcaldía Municipal se compromete (por medio de un contrato) a transferir los flujos al Fondo de Titularización a través de una Orden de Pago Irrevocable, que será ejecutada directamente por quienes hagan la función de colectoría tributaria para la Institución. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de la Alcaldía Municipal de trasladar el total de la cesión de los flujos futuros.

Resguardos Financieros

Durante la vigencia de la titularización, el ratio de endeudamiento municipal¹¹ del originador no deberá ser mayor a 1.7. Este ratio se define como el saldo de deuda pública municipal sobre los ingresos operacionales del ejercicio fiscal¹².

- La deuda pública municipal, es la deuda generadora de intereses definida en la cuenta del Balance General como Endeudamiento Interno y Endeudamiento Externo.
- Los Ingresos Operacionales, son los ingresos corrientes más transferencias de Capital Recibidas por el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipales (FODES) definida en las cuentas de Estado de Resultados como Ingresos de Gestión.

Compromisos Adicionales del Originador

El Municipio se obligará a pagar el resto de los flujos pendientes de ser entregados al Fondo de Titularización, desde la fecha que ocurran los siguientes casos:

- i. Si el Municipio utiliza los fondos obtenidos de la venta de una porción de sus derechos sobre flujos futuros de sus ingresos en fines distintos a los establecidos en el presente instrumento.
- ii. Si sobre los ingresos generados por el Municipio, libres de impuestos, recayere embargo u otra medida cautelar impuesta por acciones de terceros sobre la misma.
- iii. Si por cambios en las leyes de la República, el Municipio cesara de existir.
- iv. Si el Municipio adopta medidas administrativas o legales que representen un cambio material adverso sobre los flujos que ha adquirido el fondo.

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

¹⁰ Art. 70.- Los pagos que se deban hacer en el proceso de liquidación respectivo guardarán el orden establecido en este artículo, lo cual deberá hacerse constar en el Contrato de Titularización, así: a) Deuda Tributaria, b) Obligaciones a favor de Tenedores de Valores, c) Otros saldos adeudados a terceros, d) Comisiones por gestión a favor de la Titularizadora.

¹¹ Saldo deuda pública / ingresos operacionales del ejercicio fiscal.

¹² A la fecha, la Alcaldía de San Salvador no ha proporcionado a PCR información sobre el desempeño histórico de este ratio.

Fondo de Titularización. PCR analizó 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.

Al tratarse de una titularización de derechos sobre flujos futuros, cobra mayor importancia la capacidad de la entidad originadora (Municipio de San Salvador) de crear nuevos activos productivos que respalden la Emisión. En efecto, si el Municipio cesa la capacidad de generar nuevos activos productivos, los inversionistas sufrirán pérdidas si los mecanismos de seguridad no son suficientes para cubrir el posible déficit. Es esta posibilidad de deterioro en la generación de nuevos activos la que determina que, en una titularización de derechos sobre flujos futuros, la clasificación de riesgo de la transacción esté fuertemente ligada al desempeño de la entidad que origina los flujos.

Perfil de la Fiduciaria

Reseña

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

La principal finalidad de la constitución de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora es el brindarle liquidez a activos propiedad del sector corporativo Salvadoreño y regional, a través de la creación de un vínculo entre dichos activos y el mercado de capitales. El objetivo de la organización consiste en introducir mecanismos adicionales que provean financiamiento indirecto al sector corporativo y que produzcan nuevos instrumentos bursátiles con niveles de riesgo aceptables.

Accionistas y Junta Directiva

En el siguiente cuadro se detallan los principales accionistas de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

Cuadro 3: Accionistas de Sociedad Titularizadora	
Accionista	Participación Accionaria
Hencorp, Inc.	89.1%
Eduardo Alfaro Barillas	10.0%
Guillermo Acosta	0.3%
María Mercedes López Calleja	0.3%
Albert Scalla	0.3%
Total	100%

Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

En tanto, el directorio de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora se encontró compuesto de la siguiente manera:

Cuadro 4: Junta Directiva de Sociedad Titularizadora	
Director	Cargo
Raúl Henríquez Marroquín	Presidente
Víctor Henríquez Martínez	Vicepresidente
Eduardo Alfaro Barillas	Secretario
Felipe Holguín	Primer Director Suplente
Rafael Mejía Moreno	Segundo Director Suplente
Jose Miguel Valencia Artiga	Tercer Director Suplente

Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

Experiencia

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora es la única empresa autorizada por el regulador local para operar como Sociedad Titularizadora, a partir de noviembre de 2008. La Ley de Titularización de Activos fue aprobada en noviembre de 2007 y su normativa de aplicación, recién a inicios de 2010. Como empresa han manejado cuatro mandatos de titularización, y una primera emisión autorizada por la Bolsa de Valores.

Los ejecutivos de Hencorp Valores, sin embargo, cuentan con años de experiencia en la emisión de valores bursátiles tanto en mercados locales como internacionales.

Análisis del Originador

Reseña

El primer Alcalde de la Ciudad de San Salvador fue Diego de Holguín y fue fundada el 1ro. de abril de 1525. Según consta en libros históricos, Don Pedro de Alvarado se presentó al cabildo de Guatemala el 6 de mayo de 1525 a pedir que se nombrara regidor a Francisco de Arévalo, en sustitución del Capitán Holguín, el cual se fue a vivir en la Villa de San Salvador, como su alcalde. En este año se constituyó la municipalidad luego que el Capitán Gonzalo de Alvarado en cumplimiento de las órdenes de su hermano Pedro, fundara una colonia de españoles nominada "Villa de San Salvador", ubicada en las cercanías de la ciudad Pipil.

Caído el imperio mejicano, Centroamérica se constituyó en Republica Federal y El Salvador en uno de sus Estados; el 12 de junio de 1824 San Salvador fue erigida en capital del Estado de El Salvador.

Como capital de la nación, la ciudad alberga las sedes del Gobierno y el Consejo de Ministros de El Salvador, Asamblea Legislativa, Corte Suprema de Justicia y demás instituciones y organismos del Estado, así como la residencia oficial del Presidente de la República. Es la mayor ciudad del país desde el punto de vista económico, asiento de las principales industrias y empresas de servicios de El Salvador.

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 San Salvador, actualmente es gobernado por el Alcalde Norman Quijano¹³. Le acompañan un síndico, doce concejales propietarios, cuatro concejales suplentes y un secretario; todos comenzaron labores el 1ro. de mayo de 2009. Las funciones y facultades de este gobierno están enmarcadas dentro de la normativa del Código Municipal.

Cuadro 5: Concejo Municipal	
Nombre	Cargo
Norman Quijano	Alcalde Municipal
Miguel Azucena	Concejal
Paulina de Hernández	Concejal
Jaime Vilanova	Concejal
Danilo Arévalo	Concejal
Julio Mena	Concejal
René Santamaría	Concejal
Mauricio Chavarría	Concejal
Gloria Calderón de Oñate	Concejal
René Escolán	Concejal
Rafael Meléndez	Concejal
Ramón Suvillaga	Concejal
René Aguiluz	Concejal
Adelina Villacorta	Concejal
Javier Cristiani	Concejal
Ricardo Lara	Concejal
Ana Cristina Castro	Concejal
José Ernesto Criollo	Concejal

Fuente: Alcaldía Municipal / Elaboración: PCR

¹³ Candidato elegido por el partido ARENA (Alianza Republicana Nacionalista de El Salvador) para el período 2009 – 2012.

Operaciones y Estrategias

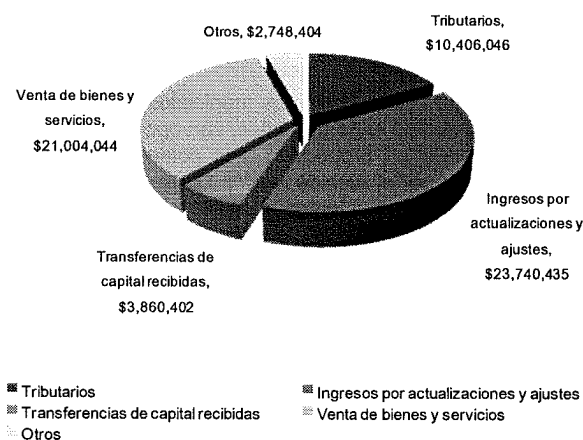
Operaciones

El Municipio es una entidad estatal, como parte de ello, sus ingresos son libres de impuestos y se encuentran representados por Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros, Ingresos por Transferencias, Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, Ingresos por Actualizaciones y Ajustes de periodos anteriores e ingresos por servicios relacionados.

Los ingresos totales de la Alcaldía fueron generados en su mayoría por el rubro de Ingresos por actualizaciones y ajustes, que corresponden principalmente al ajuste de presupuesto¹⁴ y ejercicios anteriores. A septiembre de 2010, estos ascendieron a US\$23.74 millones, representando el 38.44% del total de ingresos. En menor proporción, los Ingresos por venta de bienes y servicios, junto a los Ingresos Tributarios representan el 34.01% y 16.85% respectivamente.

Gráfico 3

Ingresos por tipo de actividad - Septiembre 2010



Fuente: Municipio de San Salvador / Elaboración: PCR

Estrategia

Según la Constitución de la República de El Salvador, los municipios tienen autonomía económica, administrativa y técnica para cumplir sus fines y competencias. Estas competencias son amplias y diversas, desde la planificación del desarrollo económico y social de la localidad, hasta la prestación de servicios públicos. Los municipios cuentan con la potestad tributaria suficiente para generar recursos localmente y de esa forma cubrir sus gastos.

La estrategia del Municipio consiste en ser un Gobierno Municipal rector del desarrollo local, comprometido con el bien común y la satisfacción de las necesidades de la ciudad, generando bienestar social, económico y cultural a sus habitantes, con funcionarios atentos y clasificados ofreciendo servicios ágiles, oportunos y de calidad. La presente administración tiene contemplado trabajar en 5 ejes principales: Seguridad, Gestión Transparente y Rendición de Cuentas, Ornato y Limpieza, Desarrollo Humano y Desarrollo Urbano.

Fortalezas y Oportunidades

- La generación de ingresos del Municipio, los cuales en los últimos años (2005-2009) han sido del orden de, aproximadamente, US\$47.93 millones. Lo anterior brinda un tolerable margen operativo, el cual se ha ubicado alrededor del 15% en los últimos años. Otro factor relevante ha sido la baja deuda bancaria que ha manejado el Municipio en los últimos años, cercana a los US\$10.00 millones.

¹⁴ Dado que el presupuesto es un cálculo anticipado de los ingresos y gastos de una actividad económica durante un período, por lo general en forma anual, los ajustes se dan cuando los gastos se incrementan más de lo pensado; generando así pérdidas y déficit presupuestarios que tienen que ser subsanados en próximos periodos.

- La situación económica actual de El Salvador, que ha presentado un leve mejora con respecto al 2009 reportando un crecimiento del PIB al segundo trimestre del 2010 de un 0.6%¹⁵.

Debilidades y Amenazas

- La dependencia del Municipio a la estabilidad política, económica y social de El Salvador. Al estar fuertemente influenciados los ingresos del Municipio a las actividades relacionadas con posibles conflictos sociales y/o políticos.
- A diciembre 2009 la inflación se ubicó en 1.0%, mayor a la de diciembre de 2008 (-0.2%), mostrando cierta incertidumbre sobre su evolución en el futuro debido a la dependencia de la moneda respecto a la economía estadounidense.
- Por lo expuesto, se deduce que los ingresos del Municipio podrían verse aminorados o en su defecto permanecer en los niveles actuales producto de reducciones en la capacidad adquisitiva real de la población de El Salvador. Asimismo, producto de la inflación, la deuda de largo plazo en US\$ dólares podría incrementarse.

Perspectivas de Mediano y Largo Plazo del Originador

El Municipio pretende ceder sus flujos futuros para obtener financiamiento de US\$20,000,000, los cuales serán utilizados para reestructurar su actual deuda financiera, mejorando sus actuales tasas y plazos. Parte de los fondos también serán utilizados para proyectos productivos y de desarrollo social. Por otro lado, se espera obtener mayores ingresos en los próximos años a través de la mayor demanda de servicios y tributaciones que genere año tras año la Municipalidad.

La generación de caja permitiría cumplir con las obligaciones de la titularización de manera puntual durante el periodo que ésta se encuentre vigente., Asimismo, el monto anual que deberá destinar al fondo de titularización para cumplir con la titularización excedería ligeramente, en un principio, el 7.0% de los ingresos. Esto permitiría al Municipio de San Salvador cubrir sus operaciones y los flujos de la emisión, a pesar de que los resultados obtenidos podrían ocasionar una caída con respecto al comportamiento histórico de las inversiones públicas realizadas hasta la fecha.

Cuadro 6: Porcentaje de Flujos Futuros sobre Ingresos Totales ¹⁶					
	2010	2011	2012	2013	2014
Ingresos Totales	\$51,550,038	\$52,065,539	\$52,586,194	\$53,112,056	\$53,643,177
Cesión Anual	\$3,600,000	\$3,600,000	\$3,600,000	\$3,600,000	\$3,600,000
Porcentaje sobre Ingresos	6.98%	6.91%	6.85%	6.78%	6.71%
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos Totales	\$54,179,608	\$54,721,405	\$55,268,619	\$55,821,305	\$56,379,518
Cesión Anual	\$3,600,000	\$3,600,000	\$3,600,000	\$3,600,000	\$3,600,000
Porcentaje sobre Ingresos	6.64%	6.58%	6.51%	6.45%	6.39%

Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

Las proyecciones de Hencorp Valores, Titularizadora S.A., basadas en los censos que realiza el Ministerio de Economía en forma periódica, establecen un escenario normal para los flujos de caja excedente para el periodo de 2010-2019. Tomando en cuenta este escenario, se proyectaron los flujos futuros del originador para evaluar su solvencia durante los 10 años de duración de la emisión (los pagos del instrumento serán mensuales, tanto la amortización como los intereses). Por tanto, manteniendo uniformes los flujos a ceder por parte del Municipio al Fondo de Titularización (misma cuota en los 120 meses) y disminuyendo su obligación hacia los inversionistas (porque se va amortizando el capital mes a mes), el flujo excedente que se quedará en el municipio aumentará a lo largo del periodo de la emisión.

La porción de ingresos cedida es en gran medida equivalente al pago que ha realizado mensualmente el Municipio por los préstamos vigentes con instituciones financieras bancarias. Esta porción de los ingresos es igual a US\$ 300,000 mensuales.

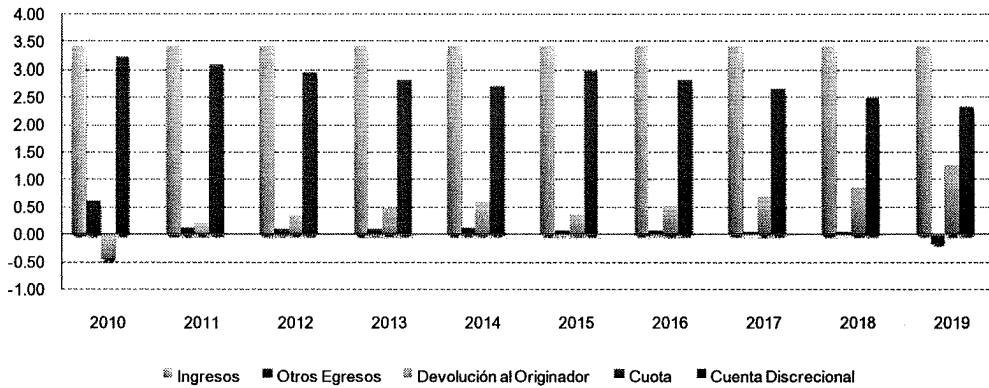
En el gráfico a continuación se observa el flujo proyectado del fondo de titularización. Cabe resaltar que la devolución al emisor es negativa el primer año porque se financia con los fondos de la venta de valores de la emisión.

¹⁵ Datos obtenidos del Banco Mundial.

¹⁶ El promedio del crecimiento de los ingresos en los últimos 4 años era 2.2%. En un enfoque conservador se ha tomado un crecimiento de 1% en los ingresos totales.

Gráfico 4

Estado de Resultados del Fondo de Titularización
(Millones de dólares)



Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

Análisis Financiero

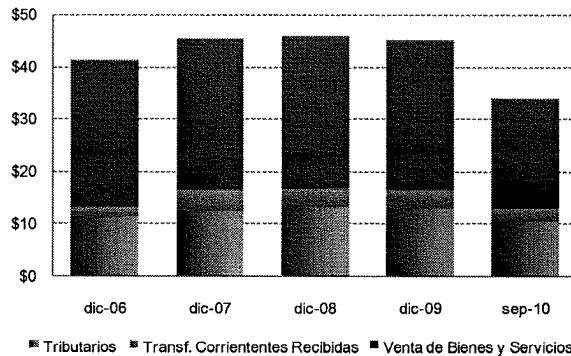
El análisis financiero se ha realizado sobre la base de los estados financieros anuales auditados de los años 2005, 2006, 2007 y 2008; y no auditados a diciembre de 2009 y septiembre de 2010.

Análisis de Resultados

Al 30 de septiembre del 2010, se registraron ingresos por US\$61.76 millones, reflejando un aumento en US\$10.72 millones a lo registrado a diciembre del 2009. Los ingresos operativos ascendieron a US\$37.5 y estuvieron constituidos principalmente por: Ingresos por Venta de Bienes y Servicios, los mismos que ascendieron a US\$ 21.00 millones (representando el 61.1% de los ingresos totales); y por los Ingresos Tributarios que sumaron US\$10.41 millones (30.7% del total).

Gráfico 5

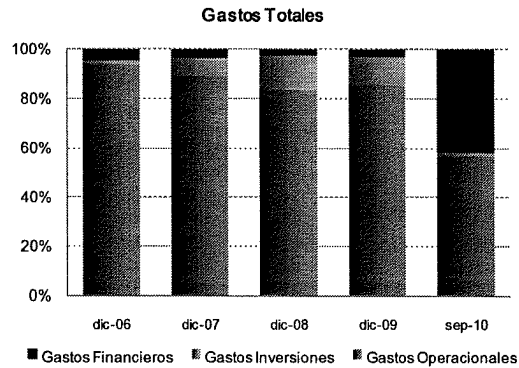
Recaudación de Ingresos Corrientes



Fuente: Municipio de San Salvador / Elaboración: PCR

Respecto a los gastos, han presentado una tendencia creciente. Es importante destacar que el Municipio realiza una ejecución de sus gastos en función de la utilización de sus ingresos, lo que implica que si recibe menos ingresos de los presupuestados estará limitada a prestar menos servicios (sin presentar déficit operacional). A septiembre de 2010, el total de gastos ascendió a US\$63.5 millones, generando un aumento de US\$24.42 millones respecto a septiembre del año anterior. Los gastos financieros experimentaron un incremento generado por ajustes de ejercicios anteriores.

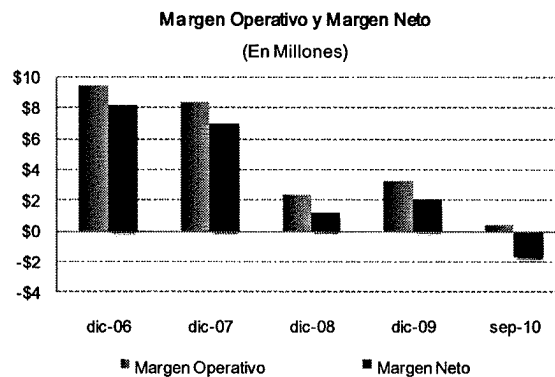
Gráfico 6



Fuente: Alcaldía Municipal / Elaboración: PCR

En suma, el municipio obtuvo una utilidad operativa de US\$3.23 millones, considerablemente menor a lo registrado en el mismo periodo del año anterior. La utilidad neta muestra un déficit de US\$1.70 millones, inferior en US\$0.66 millones respecto al déficit reflejado en septiembre del 2009 (US\$2.37 millones).

Gráfico 7



Fuente: Municipio de San Salvador / Elaboración: PCR

Análisis del Flujo de Efectivo

Al 30 de septiembre de 2010, las actividades operativas del Municipio generaron egresos por US\$59.17 millones, monto superior a los US\$36.90 millones de septiembre de 2009. Las fuentes operacionales ascendieron a US\$61.51 millones dando un saldo operacional positivo de US\$1.89 millones.

El resultado no operacional neto corresponde al monto de -US\$0.025 millones y el financiamiento de terceros registró mayores egresos por US\$1.79, que sumado al saldo de efectivo al inicio de año (correspondiente a US\$1.99 millones), refleja un saldo de efectivo positivo de US\$2.07 millones a septiembre de 2010. Esto fue inferior al saldo de efectivo presentado en septiembre de 2009 de US\$2.4 millones.

Cuadro 7: Estado de Flujo de Efectivo para los periodos terminados al 30 de septiembre de 2009 y 2010 (Expresado en US\$)		
	Sep-10	Sep-09
Saldo Inicial	\$1,998,895.48	\$2,002,069.37
Resultado Operacional	\$1,890,731.30	\$47,187.95
Resultado no Operacional	-\$25,623.43	\$399,864.84
Financiamiento de Terceros	-\$1,794,047.32	-\$82,657.20
Saldo Final	\$2,069,956.48	\$2,366,446.96

Fuente: Municipio de San Salvador / Elaboración: PCR

Análisis de Endeudamiento

El total de pasivos a finales del tercer trimestre presentó una disminución de 0.11% con respecto al año anterior. La amortización del endeudamiento interno es la que corresponde al flujo que se ha identificado se dispondrá para ceder al Fondo de Titularización.

Los pasivos totales están constituidos, en su mayoría; por la deuda financiera (financiamiento de terceros) con un 77.33% de participación de los pasivos totales. Esta deuda ascendió a US\$25.42 millones, de la cual el 39.66% está formado por deuda interna. La deuda externa conforma el 32.57%, y el restante 5.43% debido a cuentas por pagar.

El patrimonio presentó a septiembre de 2010 la cantidad de US\$ 133.58 millones, cifra mayor en US\$ 1.72 millones (1.3%) de dólares a la septiembre de 2009.

Gráfico 8

Pasivo Total y Patrimonio
(Millones de US\$)

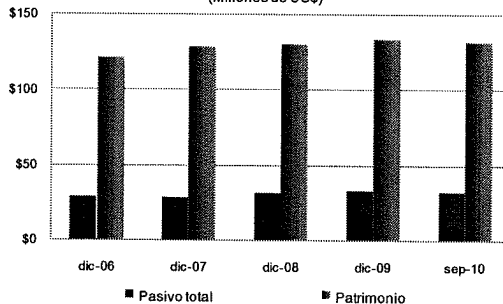
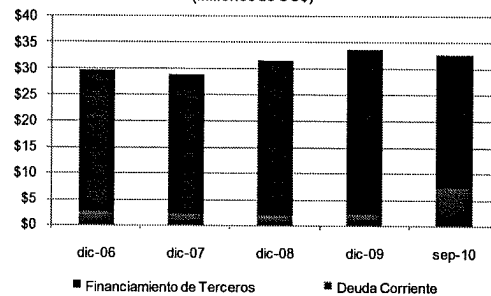


Gráfico 9

Total Pasivos
(Millones de US\$)



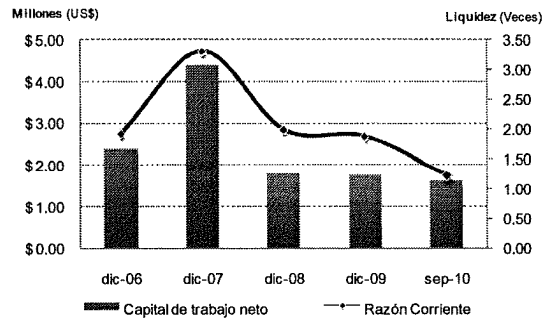
Fuente: Municipio de San Salvador / Elaboración: PCR

Análisis de Liquidez

Al analizar la capacidad de pago del Municipio a través de sus obligaciones a corto plazo, a septiembre de 2010 ésta presentó un escenario favorable, ya que sus los activos corrientes cubrieron la totalidad las obligaciones inmediatas de la institución. Así, el ratio de liquidez (que mide la capacidad de cubrir sus pasivos corrientes con sus activos corrientes) presento una relación de 1.2 veces. Por otro lado, el capital de trabajo neto del Municipio llegó a US\$1.65 millones a septiembre.

Gráfico 10

Indicadores de Liquidez



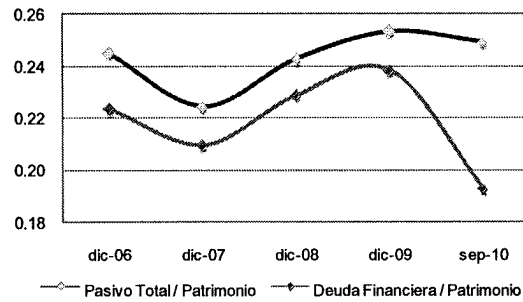
Fuente: Alcaldía Municipal / Elaboración: PCR

Análisis de Solvencia

Se presenta un escenario estable en la medida que el patrimonio respalda históricamente al pasivo total. El indicador de Pasivo sobre Patrimonio Total (endeudamiento patrimonial) se ubicó en 0.25 veces, similar al del mismo periodo del año 2009 (0.26 veces). En tanto, ratio de deuda financiera contra patrimonio fue de 0.19 veces para septiembre de 2010.

Gráfico 11

Endeudamiento Patrimonial



Fuente: Municipio de San Salvador / Elaboración: PCR

Cuadro 8: Resumen del Balance General y Estado de Resultados (En US\$)					
ESTADO DE SITUACION FINANCIERA	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	sep-10
RECURSOS					
Fondos	\$4,133,545	\$4,479,890	\$3,278,285	\$2,583,315	\$8,032,392
Disponibilidades	\$2,820,842	\$3,749,923	\$2,002,069	\$1,927,835	\$1,998,895
Anticipos de Fondos	\$1,312,703	\$729,967	\$1,276,216	\$655,480	\$717,173
Deudores Monetarios	-	-	-	-	\$5,316,324
Inversiones Financieras	\$63,419,510	\$66,788,253	\$69,381,236	\$73,907,068	\$68,764,388
Inversiones Permanentes	\$735,803	\$858,555	\$878,555	\$818,555	\$818,555
Inversiones en Prestamos, Corto Plazo	\$547,199	\$1,458,548	\$0	\$0	\$0
Inversiones en Prestamos, Largo Plazo	\$55,145	\$54,698	\$53,695	\$52,701	\$52,504
Deudores Financieros	\$61,964,536	\$64,257,013	\$68,306,761	\$72,985,774	\$67,792,252
Inversiones Intangibles	\$116,827	\$159,439	\$142,225	\$50,038	\$101,076
Inversiones en Existencias	\$284,108	\$357,002	\$356,797	\$1,178,238	\$1,072,222
Inversiones Institucionales	\$284,108	\$357,002	\$356,797	\$1,178,238	\$1,072,222
Inversiones en Bienes de Uso	\$69,811,423	\$69,696,133	\$70,646,761	\$70,159,343	\$67,709,079
Bienes depreciables	\$17,701,356	\$17,460,225	\$18,319,188	\$17,782,847	\$15,332,584
Bienes no depreciables	\$52,110,067	\$52,235,908	\$52,327,573	\$52,376,496	\$52,376,496
Inversiones en Proyectos y Programas	\$13,019,464	\$16,581,103	\$18,567,802	\$19,605,912	\$19,178,037
Inversiones en bienes privativos	\$13,004,944	\$16,566,583	\$18,553,282	\$19,591,392	\$19,032,841
Inversiones de uso Publico y Desarrollo	\$14,520	\$14,520	\$14,520	\$14,520	\$145,197
Total Recursos	\$150,668,050	\$157,902,381	\$162,230,881	\$167,433,877	\$164,756,118
OBLIGACIONES Y PATRIMONIO					
Deuda Corriente	\$2,589,935	\$1,907,277	\$1,833,593	\$2,008,708	\$7,453,029
Depositos de Terceros	\$2,589,935	\$1,907,277	\$1,833,593	\$2,008,708	\$2,059,923
Acreeedores Monetarios	-	-	-	-	\$5,393,106
Financiamiento de Terceros	\$27,059,090	\$27,019,970	\$29,840,338	\$31,843,789	\$25,422,558
Endeudamiento Interno	\$15,162,008	\$14,221,469	\$13,160,236	\$13,596,130	\$13,037,952
Endeudamiento Externo	\$7,392,955	\$7,957,296	\$11,401,573	\$11,873,441	\$10,637,572
Acreeedores Financieros	\$4,504,127	\$4,841,205	\$5,278,529	\$6,374,218	\$1,747,035
Patrimonio	\$121,019,025	\$128,975,134	\$130,556,950	\$133,581,379	\$131,880,531
Patrimonio Municipalidades	\$10,006,998	\$10,006,998	\$10,006,998	\$10,006,998	\$10,006,998
Donaciones y Legados de Bienes	\$38,033,492	\$38,098,458	\$38,136,948	\$38,136,948	\$38,226,626
Resultado Ejercicios Anteriores	\$23,467,422	\$32,570,197	\$39,900,453	\$39,900,453	\$44,016,940
Resultado Ejercicio Corriente	\$8,190,759	\$6,967,564	\$1,180,634	\$2,031,829	-\$1,700,862
Superavit por Revaluacion	\$41,356,812	\$41,356,812	\$41,356,812	\$41,356,812	\$41,356,812
Detrimento Patrimonial	-\$36,458	-\$24,895	-\$24,895	-\$24,895	-\$25,983
Total Obligaciones y Patrimonio	\$150,668,050	\$157,902,381	\$162,230,881	\$167,433,877	\$164,756,118

Cuadro 9: Flujos a ceder por el Municipio al Fondo de Titularización

Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión	Periodo Mensual	Cesión
1	\$ 300,000	31	\$ 300,000	61	\$ 300,000	91	\$ 300,000
2	\$ 300,000	32	\$ 300,000	62	\$ 300,000	92	\$ 300,000
3	\$ 300,000	33	\$ 300,000	63	\$ 300,000	93	\$ 300,000
4	\$ 300,000	34	\$ 300,000	64	\$ 300,000	94	\$ 300,000
5	\$ 300,000	35	\$ 300,000	65	\$ 300,000	95	\$ 300,000
6	\$ 300,000	36	\$ 300,000	66	\$ 300,000	96	\$ 300,000
7	\$ 300,000	37	\$ 300,000	67	\$ 300,000	97	\$ 300,000
8	\$ 300,000	38	\$ 300,000	68	\$ 300,000	98	\$ 300,000
9	\$ 300,000	39	\$ 300,000	69	\$ 300,000	99	\$ 300,000
10	\$ 300,000	40	\$ 300,000	70	\$ 300,000	100	\$ 300,000
11	\$ 300,000	41	\$ 300,000	71	\$ 300,000	101	\$ 300,000
12	\$ 300,000	42	\$ 300,000	72	\$ 300,000	102	\$ 300,000
13	\$ 300,000	43	\$ 300,000	73	\$ 300,000	103	\$ 300,000
14	\$ 300,000	44	\$ 300,000	74	\$ 300,000	104	\$ 300,000
15	\$ 300,000	45	\$ 300,000	75	\$ 300,000	105	\$ 300,000
16	\$ 300,000	46	\$ 300,000	76	\$ 300,000	106	\$ 300,000
17	\$ 300,000	47	\$ 300,000	77	\$ 300,000	107	\$ 300,000
18	\$ 300,000	48	\$ 300,000	78	\$ 300,000	108	\$ 300,000
19	\$ 300,000	49	\$ 300,000	79	\$ 300,000	109	\$ 300,000
20	\$ 300,000	50	\$ 300,000	80	\$ 300,000	110	\$ 300,000
21	\$ 300,000	51	\$ 300,000	81	\$ 300,000	111	\$ 300,000
22	\$ 300,000	52	\$ 300,000	82	\$ 300,000	112	\$ 300,000
23	\$ 300,000	53	\$ 300,000	83	\$ 300,000	113	\$ 300,000
24	\$ 300,000	54	\$ 300,000	84	\$ 300,000	114	\$ 300,000
25	\$ 300,000	55	\$ 300,000	85	\$ 300,000	115	\$ 300,000
26	\$ 300,000	56	\$ 300,000	86	\$ 300,000	116	\$ 300,000
27	\$ 300,000	57	\$ 300,000	87	\$ 300,000	117	\$ 300,000
28	\$ 300,000	58	\$ 300,000	88	\$ 300,000	118	\$ 300,000
29	\$ 300,000	59	\$ 300,000	89	\$ 300,000	119	\$ 300,000
30	\$ 300,000	60	\$ 300,000	90	\$ 300,000	120	\$ 300,000
TOTAL							US\$ 36,000,000

Fuente: Hencorp Valores, S.A. Titularizadora / Elaboración: PCR

Anexo 1:

Código Municipal, Artículo 67

Son Ingresos Municipales:

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 el municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad;
6. Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género;
7. Las subvenciones, donaciones y legados que reciba;
8. El producto de los contratos que celebre;
9. Los frutos civiles de los bienes municipales o que se obtengan con ocasión de otros ingresos municipales, así como los intereses y premios devengados por las cantidades de dinero consignados en calidad de depósitos en cualquier banco;
10. El aporte proveniente del fondo para el desarrollo económico y social de los municipios 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.

El Salvador
Análisis de Crédito

Fondo de Titularización - Hencorp Valores -
Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Uno

Clasificación

Consejo Ordinario de Clasificación: 14/12/2010

Emisión - FTHVAMS01 AA-(slv)

Tramo 1: US\$14.571 millones

Tramo 2: US\$6.245 millones

(slv): Corresponde a clasificaciones de riesgo nacional otorgadas en El Salvador.

Perspectiva de la Clasificación

Estable

Analistas

Rodrigo Contreras
+506 2296-9182
rodrigo.contreras@fitchratings.com

Andrea Lobo
+506 2296-9182
andrea.lobo@fitchratings.com

Las presentes clasificaciones no reflejan las clasificaciones finales y están basadas en la información provista por los emisores al 14 de Diciembre de 2010. Estas clasificaciones están sujetas a que los documentos finales concuerden con la documentación recibida. Nuestra calificación constituye una opinión relativa sobre el nivel de riesgo que existe, sin que esta opinión sea una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier instrumento colocado en el mercado de valores.

Fundamento de la Clasificación

- Fitch Ratings asigna clasificación de riesgo preliminar de AA-(slv) a los valores de titularización (Tramo 1 y Tramo 2) emitidos por Hencorp Valores, S.A. Titularizadora (Hencorp) a través del Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador Cero Uno (FTHVAMS01). La Perspectiva de la Clasificación es Estable.
- La clasificación se fundamenta en la calidad crediticia de la Alcaldía Municipal de San Salvador (MSS o Municipio de San Salvador), derivada de su importancia económica, una baja dependencia de transferencias gubernamentales y el relativamente débil desempeño operativo/financiero actual, el cual se prevé podría mejorar mediante la ejecución de una serie de medidas. La clasificación también considera la fortaleza legal y financiera de la estructura utilizada, el importante monto colectado por terceros (empresas privadas reconocidas) en tasas municipales y que sirve para repagar la emisión, así como la adecuada cobertura para el servicio de la deuda según estimaciones y escenarios considerados.
- La titularización que realiza Hencorp se encuentra respaldada por la cesión que el originador de los flujos (Municipio de San Salvador) realizará, durante todo el plazo de la emisión, de todos los derechos sobre flujos financieros futuros provenientes de una porción de los primeros ingresos que la misma percibe, en primer lugar, mediante sus principales colectores, así como directamente. Con los recursos obtenidos de esta emisión, MSS realizará una reestructuración financiera de una porción de su deuda bancaria local, así como ejecutará un proyecto de infraestructura.
- El débil desempeño económico en El Salvador (ES) ha contribuido en parte a que el margen operativo de la Municipalidad se haya venido reduciendo hasta un 8.11% en el año 2009 (2007: 15.48%), reflejando una caída en los ingresos operativos y una onerosa carga operativa. De acuerdo al presupuesto del año 2010, tanto los ingresos operativos como los gastos operativos se incrementarán con relación al año 2009; sin embargo, el aumento de estos últimos será proporcionalmente mayor que el de los primeros por lo que los indicadores operativos podrían enfrentar mayor presión. Si bien todavía no se cuenta con presupuesto para el año 2011, los ingresos podrían verse favorecidos en alguna medida ya que la administración actual ha estado realizando esfuerzos durante el presente año con el fin de fortalecer la generación de ingresos propios, mediante el aumento de las principales tasas municipales, así como actualización del catastro inmobiliario. Fitch estará monitoreando el desempeño presupuestario de la entidad a la luz del lento comienzo en la recuperación económica.
- A septiembre 2010, la deuda directa de MSS, excluyendo la que tiene con el Gobierno Central (GC), alcanza US\$21.49 millones, de los cuales un 49% está contratado con entidades multilaterales, y cuentan con aval solidario explícito del GC.

Factores Claves de la Clasificación

- Una mejora en el desempeño económico de ES y/o en la situación operativa/financiera de la Municipalidad que beneficien sustancialmente su perfil crediticio podrían favorecer la clasificación.

Perfil

MSS se localiza en el Departamento de San Salvador (zona central de El Salvador), siendo la capital del país, así como la cabecera departamental. De acuerdo al último censo poblacional (2007), MSS es el municipio más poblado de ES con 316,090 habitantes (5.5% de la población total de ES).

Principales Factores de Clasificación

Contexto Político

Las últimas elecciones municipales se realizaron en el 2009 (las próximas elecciones se llevarán a cabo en enero 2012), en las cuales fue elegido Norman Quijano (perteneciente al partido Alianza Republicana Nacionalista - ARENA) como Alcalde de San Salvador. El Alcalde es el funcionario responsable de implementar las decisiones del Concejo Municipal (CM). Este CM está compuesto de 18 concejales además del Alcalde, quienes han sido elegidos por el Alcalde previo a las elecciones, por lo que todos pertenecen al mismo partido político, a diferencia de lo que sucede en casi todos los países de Latinoamérica, en donde los miembros de los concejos pertenecen a diferentes partidos políticos. Lo anterior permite que cualquier disposición, así como el presupuesto del municipio sean aprobados sin ningún contratiempo. El actual Gobierno Municipal (GM) tomó posesión en mayo 2009 y finalizará el mandato en mayo 2012. En los 4 periodos anteriores, el GM ha sido encabezado por el partido Frente Farabundo Martí para la Liberación Nacional, tradicionalmente de izquierda.

La Alcaldía Municipal de San Salvador (MSS o Municipio de San Salvador) cuenta con un Plan Estratégico 2009-2012, en el cual se establecen los principales puntos de trabajo y acción durante dicho período, mismo que es revisado y ajustado anualmente. Este Plan se enfoca fundamentalmente en el desarrollo socio-económico local, modernización de la infraestructura y mejora de la seguridad ciudadana. En términos generales, se proyecta que el Plan de Inversión será ejecutado con recursos provenientes fundamentalmente de tercerización en el cobro de la mora impositiva, ejecución del censo catastral y titularización. En menor medida, los fondos también podrían provenir de incremento en tasas municipales y venta de inmuebles. Fitch considera que el corto período de cada GM (3 años) limita la elaboración y ejecución de un plan estratégico robusto, cuyos resultados requieran un plazo más largo para ser mostrados.

Administración

Los principales ejecutivos de MSS ocupan la Dirección General de Desarrollo Municipal (con las siguientes gerencias: Desarrollo Social, Desarrollo Urbano y Mercados) y la Dirección General de Administración y Finanzas (con las siguientes gerencias: Administración y Financiera). Estos directores son elegidos por el Alcalde.

La estrategia financiera de la Municipalidad durante el período 2009-2012 se basa en la gestión de financiamiento ante nuevos cooperantes nacionales y externos. En el corto plazo, esta estrategia financiera municipal se enmarca en el Presupuesto Municipal 2010, así como en los proyectos de inversión y los recursos respectivos para que los mismos sean ejecutados. Para propósitos de presupuesto, los egresos corrientes pueden ser mayores a los ingresos corrientes obtenidos, por lo que se presenta la necesidad (como en el año 2010) de contratar deuda para cubrir dicho déficit. De acuerdo a la administración, el principal proyecto a ser ejecutado en el corto plazo será la construcción de bóvedas en las zonas del Municipio más afectadas por las inundaciones en épocas lluviosas. Este proyecto será financiado mediante una porción de los recursos captados de la emisión que Fitch califica.

MSS también presenta presupuesto de cada una de las siguientes entidades descentralizadas: Comité de Festejos de la Ciudad de SS, Administración Municipal de Mercados (Mercados), Centro de Formación Laboral del MSS, Centro de Promoción Cultural y Recreativo Municipal de SS (Promocultura), Instituto Municipal de Deportes y Recreación (IMDER), y Dirección Municipal para la Gestión Sustentable de los Desechos Sólidos (Gestión de Desechos). De las anteriores, la que es financieramente más importante es la encargada de la Gestión de Desechos.

Con respecto al funcionamiento de las entidades descentralizadas, la MSS les transfiere recursos para su funcionamiento (MSS los registra contablemente como “gastos de transferencia”), y a la vez percibe todos los ingresos que las mismas generan. Por su parte, la Dirección de Administración General Municipal de Cementerios es la única entidad autónoma en su operación de la MSS.

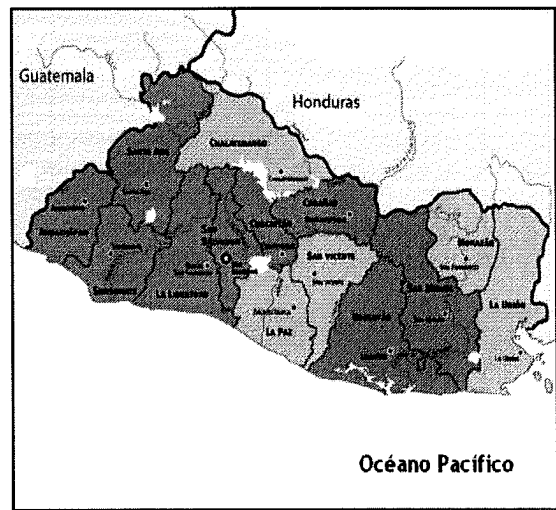
Perfil Socio-Económico

Ubicación, Población y Riqueza

La división político-administrativa de ES comprende 14 departamentos y 262 municipios.

El Municipio de San Salvador (MSS o Municipio) se localiza en el Departamento de San Salvador (DSS - ubicado en la zona central de El Salvador), siendo la capital del país, así como el centro económico y administrativo del país. De acuerdo al último censo poblacional (2007), MSS es el municipio más poblado de El Salvador (ES) con 316,090 habitantes (20.2% de la población total del departamento y un 5.5% de la población total de ES), siendo un municipio totalmente urbanizado. La densidad poblacional de MSS es de 4,743 habitantes/km², siendo el cuarto municipio con mayor densidad en ES.

De acuerdo a Informe de Desarrollo Humano 2007-2008, DSS contribuye con aproximadamente un 7.5% del PIB total de ES. El PIB per cápita (precios corrientes) del DSS fue de US\$7,523 en el año 2007 (ES - 2009: US\$3,427). En ES, MSS es el municipio con mayor incidencia de hogares localizados en áreas urbanas precarias. De acuerdo a la Encuesta de Hogares de Propósitos Múltiples ampliada 2001-2004, un 6.8% de todos los hogares localizados en MSS, son hogares en pobreza extrema (es el 6° municipio con la menor tasa de este tipo de hogares).



Estructura Económica del Municipio

Si bien no se cuenta con datos locales de desempleo e inflación de MSS, una aproximación adecuada son los datos de dichas variables de ES considerando el tamaño relativamente pequeño de la economía salvadoreña. En términos generales, la economía salvadoreña se ha visto severamente afectada por la crisis global, así como por el ambiente político, caracterizado por ser polarizado e incierto, lo cual puede desincentivar la inversión. Particularmente, el nivel de desempleo se ha incrementado y la actividad económica ha disminuido significativamente.

MSS es el centro económico del país, caracterizado por contar con una economía relativamente diversificada, y enfocada en servicios e industria. Una parte de los mayores empleadores del país se localizan en MSS y la mayor parte de la administración pública del gobierno central se ubica en MSS.

MSS se ubica en tercera posición en el Índice de Desarrollo Humano de todos los municipios salvadoreños, después de Antiguo Cuscatlán y Santa Tecla. Además, estas tres municipalidades, junto con el resto de las municipalidades que se encuentran dentro del Área Metropolitana de los principales departamentos del país (San Salvador, Santa Ana y San Miguel) concentran más del 50% del número total de negocios del país.

El 6 de Julio de 2010, Fitch Ratings afirmó la Calificación de Largo Plazo en Moneda Local y Moneda Extranjera de El Salvador en 'BB', manteniendo la Perspectiva Negativa. La Perspectiva Negativa refleja un cambio estructural en la trayectoria fiscal y de crecimiento del país. Mientras que la calificación denota las principales debilidades crediticias de El Salvador, tales como su comparativamente débil crecimiento del PIB, las rigideces fiscales y los desafíos para obtener financiamientos, particularmente a la luz de la vulnerabilidad de la economía al deterioro de Estados Unidos y a menores flujos de capital. Al mismo tiempo, la calificación de El Salvador está soportada por la estabilidad monetaria reforzada por la dolarización oficial, un buen record de reformas estructurales y un sector financiero relativamente sólido. La desmejora del ciclo económico ha revelado problemas estructurales de El Salvador relacionados con un débil crecimiento afectado por decrecientes remesas de los trabajadores salvadoreños residentes en Estados Unidos, menor demanda externa y débiles perspectivas para la inversión extranjera directa. Para mayor información favor de dirigirse al reporte titulado 'El Salvador' publicado el 13 de Julio de 2010 y que puede ser encontrado en www.fitchratings.com.

Desempeño Fiscal y Presupuestario

Control y Supervisión

MSS cuenta con un departamento de Auditoría Interna, el cual reporta directamente al CM, siendo que es el responsable, tal como lo dicta la Ley de la Corte de Cuentas de la República, de establecer y mantener su propia Sistema de Control Interno Financiero y Administrativo basándose en las Normas Técnicas de Auditoría Gubernamental. MSS también lleva a cabo Auditorías Externas anualmente y es fiscalizada regularmente por la Corte de Cuentas de la República (Corte de Cuentas o Contraloría), ente contralor del Estado salvadoreño. Además, el CM deberá celebrar cabildos abiertos por lo menos cada tres meses para informar públicamente de la gestión municipal.

El Código Municipal requiere que todos los municipios salvadoreños lleven estados financieros auditados (siendo públicos mediante solicitud directa), que incluyen un estado de situación financiera (balance general), un estado de rendimiento económico (estado de resultados), un estado de flujo de fondos y un estado de ejecución presupuestaria. El año fiscal comprende de enero a diciembre. Mientras que las auditorías del Gobierno Central son realizadas cada año por los auditores de la Corte de Cuentas, quienes tienen una oficina permanente en el sitio, y verifican la pertinencia y correcta aplicación de las normas establecidas en el sistema de control interno utilizado por la Municipalidad.

En lo que a Control Administrativo se refiere, la Corte de Cuentas ejercerá las funciones de vigilancia, fiscalización y control a posteriori sobre la ejecución del presupuesto de las municipalidades. El resultado de las investigaciones que

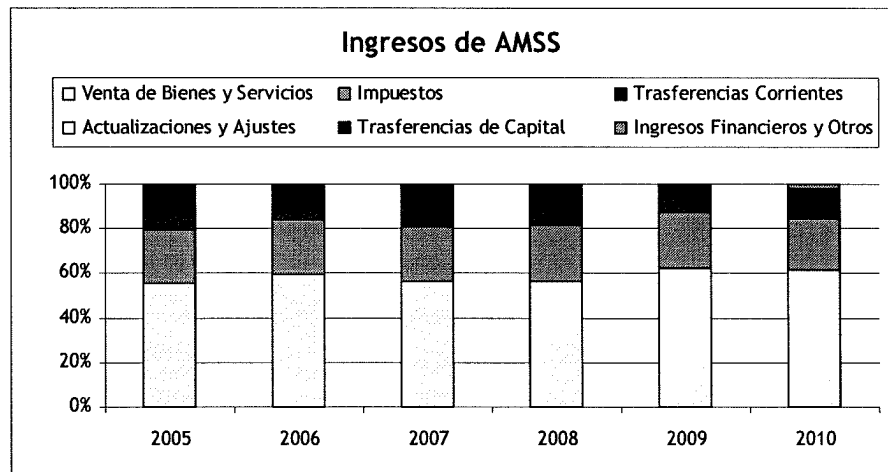
practique la Corte de Cuentas de la República en la administración de las municipalidades y organismos que de ellas dependan, le será informado al CM.

La Alcaldía Municipal de San Salvador adoptó el Sistema de Contabilidad Gubernamental a partir del año 2000, autorizado por la Corte de Cuentas. Los estados financieros se preparan de acuerdo al Principio de Contabilidad "Devengado". Fitch ha tenido acceso a la información contable auditada de los siguientes años: 2005, 2006, 2007 y 2008. Dichos estados financieros fueron auditados por el despacho Fernández y Fernández Asociados (afiliado a Russell Bedford International). La opinión del auditor externo para los estados financieros del año 2008 fue emitida con salvedades. Los estados financieros correspondientes al año 2009 y septiembre 2010 utilizado en el presente análisis no son auditados.

Ingresos

Alrededor de un 90% de los ingresos operativos provienen de aquellos clasificados como operativos, que comprenden fundamentalmente las tasas y los impuestos municipales.

Fitch considera que la Municipalidad es bastante descentralizada, ya que no depende de transferencias hechas por el Ejecutivo para su funcionamiento. La única transferencia (tanto corriente como de capital) que recibe MSS es el Fondo para el Desarrollo Económico y Social (FODES) que representaba un 6.6% de los ingresos totales a diciembre 2009 (2009: US\$3.29 millones; 2008: US\$2.97 millones).



Tasas Municipales

Históricamente, MSS ha obtenido un importante 60%-68% de sus ingresos operativos (55%-60% de sus ingresos totales) del cobro de tasas municipales (contabilizadas como "Ingresos por Venta de Bienes y Servicios"). Al ser estas tasas independientes del desempeño económico/financiero del contribuyente, así como contar con un mecanismo de cobro efectivo, la exposición de estos ingresos particulares al desempeño económico del Municipio está mitigada en alguna medida.

MSS cobra las siguientes tasas municipales: alumbrado público, disposición de desechos sólidos, aseo público y contribución especial de parques. Estos 4 rubros han explicado alrededor de un 80%-90% del total de ingresos vía tasas (45%-50% de los ingresos totales de la Municipalidad).

La Municipalidad tiene completa discreción para variar estas tasas bajo ciertas consideraciones relacionadas con el costo político. De acuerdo a la Ley Tributaria

Municipal, el margen máximo permitido a cobrar sobre el costo de cualquier tasa es de un 50% de dicho costo, por lo que financieramente MSS posee espacio para incrementar ingresos vía tasas. En esa misma vía, en septiembre 2010, el CM aprobó un aumento de un 35% en las 4 principales tasas. La última revisión de estas tasas fue hecha en el año 2004.

El mecanismo de cobro de estas tasas se realiza mediante los recibos de cobro del servicio eléctrico que emiten las siguientes distribuidoras eléctricas (las cuales cubren el área que comprende el MSS): Compañía de Alumbrado Eléctrico de El Salvador (CAESS) y Distribuidora Eléctrica del Sur (DELSUR). Estos recibos pueden ser pagados en las sucursales de dichas distribuidoras o en bancos comerciales. El mecanismo de pago de estas tasas tiene que ser por el total facturado (servicio eléctrico y tasas municipales) cuando se paga en cualquier banco comercial. En caso el contribuyente no quiera pagar el monto relacionado con la Municipalidad, el contribuyente tiene que acudir directamente a una sucursal de la distribuidora eléctrica a pagar solamente el servicio eléctrico provisto por esta última. Fitch considera que este mecanismo mitiga en alguna medida el riesgo de morosidad derivado del pago de estas tasas.

Ingresos por Venta de Bienes y Servicios

US\$ millones	2005	2006	2007	2008	2009	Sept. 2010
Aseo público	14.2	16.3	16.4	16.1	16.2	11.4
Desechos	4.2	5.3	5.3	5.3	5.3	3.8
Alumbrado Público	3.3	3.6	3.6	3.6	3.6	2.6
Derechos	0.6	0.9	1.0	1.4	1.2	1.3
Por certificación de doc.	0.9	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3
Otros	2.9	1.0	1.2	1.3	1.0	0.7
Total	26.1	28.0	28.7	28.9	28.5	21.0

Fuente: Elaboración de Fitch con información provista por AMSS.

Impuestos Municipales

Tradicionalmente, los impuestos han representado entre un 26%-29% de los ingresos operativos de MSS. Aproximadamente, un 95% del pago de estos impuestos se efectúa durante los 4 primeros meses de cada año. Fitch considera que la Municipalidad no depende significativamente de los impuestos para la generación de su ingreso, y no se espera que esto cambie sustancialmente en el mediano plazo.

La modificación de impuestos requiere aprobación de la Asamblea Legislativa, por lo que la flexibilidad para incrementarlos en cualquier momento es muy limitada debido al tipo de proceso y el tiempo que el mismo tomaría. El impacto de esta restricción no es tan importante a la luz de la proporción que los impuestos representan de los ingresos operativos.

Estos impuestos son pagados directamente a la MSS mediante declaraciones municipales (mensuales o anuales) que presentan los contribuyentes. Dado este mecanismo de cobro, MSS enfrenta una morosidad en la recepción de estos ingresos, la cual a septiembre 2010 alcanza alrededor de US\$10.5 millones. Para contrarrestar dicha morosidad, MSS recientemente ha contratado 4 empresas especializadas en cobros, cuyos resultados significativos se planean obtener durante los años 2010 y 2011 (US\$5 millones en total para ambos años).

A pesar que el crecimiento del PIB real de ES fue de un 2.4% y un -3.5% en los años 2008 y 2009 respectivamente, el desempeño de los impuestos no se vio significativamente afectado durante el año 2009 comparado con el 2008.

Se proyecta un crecimiento del PIB para ES de un 1% para el presente año (el más bajo en Centroamérica), lo cual podría afectar negativamente el perfil financiero de MSS. No obstante, y con el fin de fortalecer la estructura de ingresos de la Municipalidad y reducir la morosidad impositiva existente, MSS está actualmente realizando un censo catastral con el fin de actualizar y depurar el registro de inmuebles en el área de la Municipalidad en cuanto a tipo y área de la propiedad se refiere, particularmente, uso real de los inmuebles, ingresos de las áreas tributables y aperturas de nuevas cuentas que permitan obtener ingresos adicionales. Se espera que el mismo esté finalizado para enero 2011. De acuerdo a las proyecciones de la administración municipal, se estima percibir US\$9 millones en el periodo 2010-2011.

Impuestos Municipales

US\$ millones	2005	2006	2007	2008	2009	Sept. 2010
De Comercio	6.1	6.3	6.8	7.2	6.9	5.6
De Industria	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	1.0
Financieros	1.9	1.9	2.0	2.2	2.2	2.0
Otros	1.9	2.0	2.3	2.5	2.5	1.8
Total	11.1	11.4	12.4	13.2	12.9	10.4

Fuente: Elaboración de Fitch con información provista por AMSS.

Gastos

Gastos Operativos

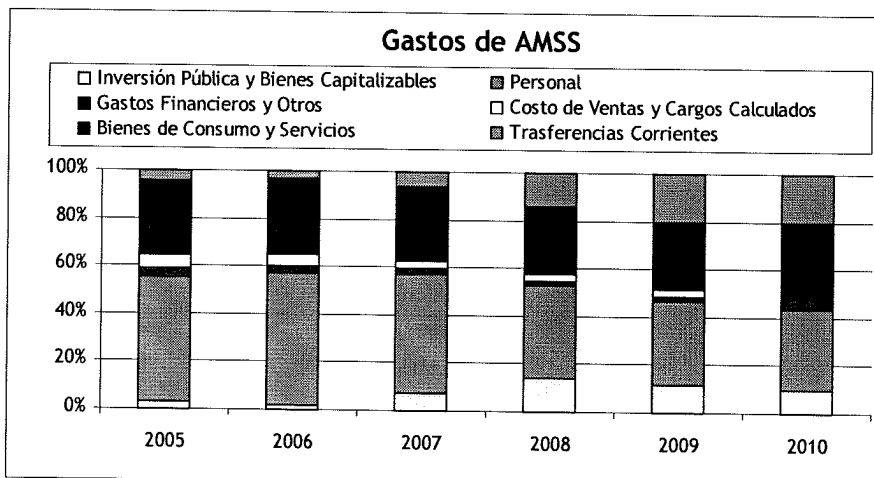
Por ley, los gastos presupuestados cada año por MSS no pueden ser excedidos al ser ejecutados, por lo que los gastos dependen del ingreso disponible.

La participación de los gastos de personal (particularmente, remuneraciones del personal permanente) en los gastos operativos ha venido mostrando una tendencia decreciente a lo largo de los años; no obstante, los mismos alcanzan un proporción importante (2009: 41%). En orden de importancia, los gastos relacionados con la compra de bienes de consumo y servicios absorben una porción notable de los gastos operativos (2009: 34%). De estos últimos, la mayor proporción son aquellos relacionados con el tratamiento de desechos (33.7% de los gastos en bienes de consumo y servicios) y los servicios básicos (energía eléctrica y agua, 38.1%). Fitch considera que la carga operativa derivada de estos rubros es muy significativa, restándole margen de maniobra a MSS.

A septiembre 2010, MSS (también considerando las entidades descentralizadas) cuenta con 4,298 empleados, comparado con 4,602 empleados a inicios del Gobierno Municipal actual. Todos estos empleados están agrupados en 7 sindicatos. Alrededor de un 58% son empleados que laboran en la Municipalidad, siendo que el resto laboran en las instituciones descentralizadas. La mayoría del personal de la Municipalidad labora en el área de seguridad pública del municipio (Cuerpo de Agentes Metropolitanos) y en el área de servicios urbanos. Mientras que la entidad descentralizada con mayor personal es la de Gestión de Desechos.

Las transferencias corrientes han venido incrementando su participación en los gastos totales de MSS. Estas transferencias son los gastos operativos incurridos por las entidades descentralizadas pertenecientes a la Municipalidad. Históricamente, la entidad que ha recibido la mayor transferencia ha sido la encargada de la Gestión de Desechos (2009: US\$7.52 millones, equivalente a un 77% de las transferencias corrientes totales; 2008: US\$4.04 millones, equivalente a un 57%), cuyo incremento en dicho monto durante el año pasado se debió a que esta Dirección fue creada por Decreto Municipal en junio 2008. Para el año 2010, se ha presupuestado que esta entidad represente un 85% (US\$10.87 millones) de las transferencias corrientes

totales, aumento explicado por las siguientes razones: 1) Se han incluido gastos, previamente incurridos por la Municipalidad, a esta Dirección; 2) Inversión en equipo de recolección e infraestructura relacionada.



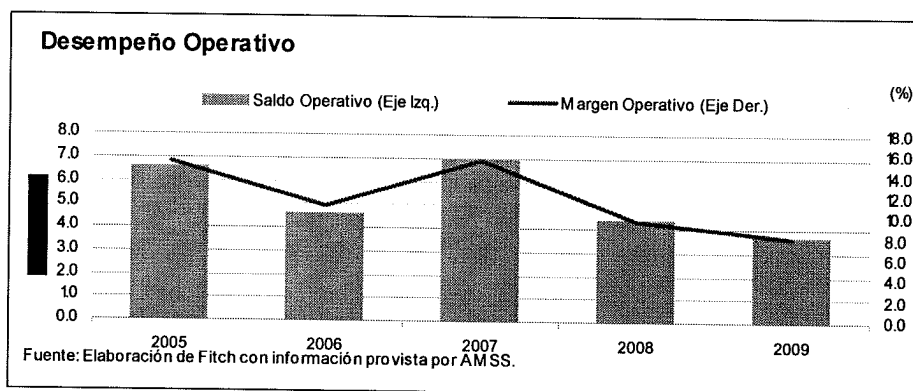
Gastos de Capital

De acuerdo a registros históricos, aún cuando ha mostrado un incremento, el gasto de capital de MSS ha representado una baja proporción del gasto total (2009: 11%; 2010-presupuesto: 8.9%).

De acuerdo al plan de inversión pública 2010-2011, se planea realizar 7 proyectos de infraestructura por un total de US\$31.2 millones. Entre los proyectos más relevantes sobresalen las bóvedas, metrobús y mini-mercados. Los fondos para la ejecución de dichos proyectos provendrán de diversas fuentes, por un total de US\$33.5 millones. Las principales fuentes de recursos procederían de la emisión de bonos, los flujos adicionales de la finalización del censo catastral y la tercerización para el cobro de la mora.

Desempeño Operativo y Prospectos

Tanto la sección de ingresos como gastos están separados como operativos y de capital.



De acuerdo al Margen Operativo (MO - Balance Operativo a Ingreso Operativo), a pesar de esfuerzos para controlar los gastos operativos durante el año 2009, MSS ha venido mostrando un debilitamiento importante, fomentado por una reducción en

los ingresos durante dicho año. Mientras que en el año 2008, estos gastos crecieron a un ritmo mayor que lo que aumentaron los ingresos operativos. Lo anterior le resta flexibilidad a MSS y le limita la ejecución de gastos de capital. Con el fin de mejorar esta posición, MSS ha emprendido acciones para mantener bajo control este gasto operativo.

El saldo corriente de MSS a finales del año 2009 se redujo en un 21% con respecto al año anterior, reflejando la débil posición en los ingresos de la entidad como resultado de la desfavorable situación económica en el Municipio en comparación con años anteriores.

Históricamente, MSS ha mostrado un superávit antes de la variación de la deuda (que incluye tanto amortización de la deuda actual, así como contratación de nueva deuda); no obstante, esta posición se ha debilitado en los últimos dos años, tal como lo muestra el indicador Superávit Antes de la Variación de la Deuda a Ingresos Totales (2009: 5.4%; 2005: 16.2%). Esto ha generado una mayor necesidad de obtener fondos mediante la contratación de deuda. De acuerdo al presupuesto 2010, MSS presenta un déficit antes de la variación de la deuda que repercute en un mayor requerimiento de deuda con relación a años anteriores.

Fitch considera que la capacidad de proyección de tanto ingresos como gastos operativos de la Municipalidad es razonable. Así, los ingresos operativos reales han sido mayores a los presupuestados, mientras que los gastos operativos reales han sido menores a los presupuestados.

Deuda y Liquidez

Deuda Directa

A septiembre 2010, un 85% (diciembre 2009: 75.2%) del pasivo total de MSS han sido recursos provistos por el gobierno central e instituciones financieras privadas y supranacionales, distribuidos de la siguiente manera: gobierno central (9.2% de la deuda total), bancos privados locales (41.8%), banco público local (4%) y entidades multilaterales (44.9%). El indicador del repago de la deuda (deuda directa a saldo corriente) ha venido mostrando una tendencia creciente, siendo que aumentó a 10.9 años en el año 2009 (ver cuadro **Deuda Directa - MSS (Septiembre 2010)** para condiciones financieras por préstamo vigente).

A septiembre 2010, MSS posee diversas deudas contraídas con el gobierno central (ascendiendo en total a US\$2.2 millones) anteriormente y cuyos vencimientos fueron alcanzados años atrás. Las características de la mayor proporción de estos préstamos (en términos monetarios) son comunes, comprendiendo básicamente lo siguiente: 1) Plazo: 6 meses; 2) Destino: Amortización de deuda con el Banco Interamericano de Desarrollo; 3) Garantía: Pagaré suscrito por el Síndico y Tesorero de la MSS a favor del Estado salvadoreño. Estos préstamos no han sido amortizados durante los últimos años, ni han sido exigidos para su cancelación. De acuerdo a la administración municipal, no se espera que esta deuda sea exigida en el corto/mediano plazo. A pesar que esta deuda está vencida y no ha sido cobrada en años anteriores, Fitch no considera que sea un incumplimiento a la luz de la naturaleza de las municipalidades en sí. Esta situación también se observa en instituciones sub-nacionales calificadas por Fitch en Latinoamérica.

Con relación a la deuda bancaria local, el principal acreedor de MSS es Banco Citibank de El Salvador (representa un 83.4% del saldo de esta deuda específica total y un 27.5% del pasivo total), clasificado 'EAAA(slv)' por Fitch. Este préstamo está garantizado por una Orden de Pago Irrevocable (OPI) de CAESS y DELSUR provenientes de los pagos por tasas municipales, así como una hipoteca abierta sobre 12 inmuebles municipales.

Con respecto al endeudamiento vigente con multilaterales, el mismo ha sido otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE, calificado internacionalmente 'A-' por Fitch) y el Banco Interamericano de Desarrollo. Ambos préstamos son los únicos contratados por MSS que cuentan con aval solidario explícito del Gobierno de El Salvador, siendo que en conjunto alcanzaron un 32.4% de los pasivos totales a septiembre 2010. La contratación de este tipo de préstamos (con instituciones financieras extranjeras), que cuenten con aval del Estado, requieren un proceso complejo, ya que por ley se necesita la autorización y aprobación de la Asamblea Legislativa.

MSS no posee pasivos contingentes, fideicomisos de deuda ni garantías emitidas. No obstante, MSS no se encuentra impedida legalmente de ser fiador. Las pensiones de los empleados municipales son pagadas por el gobierno central y/o por fondos de pensiones privados.

La deuda directa contratada se incrementó en los años 2009 y 2008, reflejando la necesidad de recursos en dichos años a la luz del decrecimiento en el saldo corriente, así como unos relativamente mayores gastos de capital. No se descarta que MSS contraté deuda adicional en lo que resta del actual GM en caso de ser necesario. La emisión que realizará el Fondo (ver sección Emisión), amparado bajo la Ley de Titularización de Activos, permitirá cancelar un 50% de la deuda directa actual (sin considerar la registrada con el gobierno central) de acuerdo a los saldos a septiembre 2010, particularmente la contratada con los bancos comerciales locales cuyo costo financiero es elevado.

A diciembre 2009, el saldo operativo cubría en más de 3x el gasto de intereses; sin embargo, de acuerdo al presupuesto 2010, el saldo operativo presentará un déficit en este año, impidiendo la cobertura de intereses. Asimismo, conforme han transcurrido los años, MSS está siendo cada vez más dependiente del refinanciamiento para repagar anualmente su deuda, ya que el saldo operativo se ha venido reduciendo. De manera similar, el Riesgo Total Neto ha venido representando una mayor proporción del Ingresos Operativo Total de la Municipalidad, reflejando la cada vez mayor contratación de deuda directa.

Deuda Directa - MSS (Septiembre 2010)

Entidad	Monto Original (US\$ millones)	Saldo (US\$ millones)	Tasa de Interés (%)	Mes de Colocación	Plazo (Años)
Citibank El Salvador	15.00	9.05	8.75	Junio 2004	12
BID	8.78	6.90	3.20	Julio 2003	29
BCIE	7.40	3.74	7.60	Nov. 2001	12
Banco de América Central	0.50	0.25	12.00	Febrero 2010	1
Banco Hipotecario	1.00	0.95	10.00	Julio 2010	3
BANTPYM	0.50	0.17	14.00	Dic. 2009	1
BANCOFIT	0.21	0.09	12.50	Dic. 2009	1
Primer Banco de los Trabajadores	0.79	0.34	12.50	Dic. 2009	1
Total	34.18	21.49	6.98		10.19

Nota: Se excluye la deuda de AMSS con el Gobierno Central.

Fuente: Elaboración de Fitch con información provista por AMSS.

Liquidez

A septiembre 2010, un 9.5% de los activos de corto plazo de MSS están depositados en cuentas no restringidas en bancos comerciales reconocidos. Estos fondos están disponibles para gastos de operación de la Municipalidad (remuneraciones y compras de bienes y servicios). Mientras que un 66.2% de estos mismos activos son cuentas por cobrar, fundamentalmente tasas municipales y derechos.

MSS no cuenta con una política establecida con el fin de recurrir a recursos en caso de necesidades de liquidez en algún momento. Tampoco cuenta con una política específica que establezca un nivel mínimo de efectivo disponible a mantener ni un monto en líneas crediticias contratadas. No obstante, en caso de ser necesario, MSS cree que podría obtener recursos de los bancos con los que mantiene relaciones y/o posponer, o cancelar algún gasto de capital con el propósito de solventar alguna necesidad de efectivo. Precisamente los recursos obtenidos (US\$2 millones) de los cuatro préstamos con los menores plazos (1 año) han servido para cubrir gastos operativos de la Municipalidad. Fitch no descarta que MSS recurra nuevamente a préstamos similares sobretodo a la luz de unas mayores presiones originadas por el gasto operativo.

La administración tiene acceso en tiempo real a la información relacionada con los ingresos de efectivo vía la colecturía de la Municipalidad. Asimismo, gracias a la información enviada semanalmente por los principales colectores de impuestos (empresas privadas reconocidas en ES), MSS también puede conocer el efectivo que estos han recolectado.

Si bien no existe una política establecida por la MSS para el pago a proveedores, la entidad cancela dichas cuentas por pagar en un periodo máximo de 45 días. A septiembre 2010, las cuentas por pagar a corto plazo representan un 72% de la deuda de corto plazo, siendo la principal, el pago a proveedores de bienes y servicios.

Principales Características de la Emisión - FTHVAMS01

Denominación	Tipo de Valor	Monto (millones US\$)	Plazo (meses)	Tasa de Interés
Tramo 1	Valor de Titularización - Título de Deuda	14.571	120	TIBP(6) + Margen Fijo ; Techo: 7.0%
Tramo 2	Valor de Titularización - Título de Deuda	6.245	60	TIBP(6) + Margen Fijo; Techo: 7.0%

TIBP (6) - Tasa de Interés Básica Pasiva a seis meses plazo.

Fuente: Elaboración de Fitch con información proporcionada por HENCORP.

Emisión Estructura Financiera

Hencorp Valores, S.A. Titularizadora (Hencorp o Titularizadora), mediante el Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01 (FTHVAMS01 o Fondo), emitirá US\$20.815 millones en dos tramos pari-passu. El primer tramo será por US\$14.571 millones a 10 años plazo, mientras que el segundo será por US\$6.245 millones a 5 años plazo. Los fondos obtenidos de esta emisión servirán para que el Fondo adquiera los derechos sobre los flujos futuros de una porción de los ingresos percibidos por MSS, libres de impuestos. Posteriormente, la Municipalidad utilizará estos mismo recursos para cancelar deuda bancaria (en un 57% de la emisión), mientras que la diferencia será para obras de infraestructura (particularmente, bóvedas).

La amortización de la emisión será mensual, mientras que la tasa de interés será definida (en cuanto a si es fija o variable y el establecimiento de unas tasas de interés piso y techo, así como sus respectivos niveles) en el momento de la colocación de los títulos-valores.

La transacción está estructurada a través del Fondo, al cual serán cedidos y transferidos los derechos sobre una porción correspondiente a los primeros flujos futuros de ingresos de cada mes de la MSS en concepto de Ingresos Tributarios, Ingresos Financieros y Otros, Ingresos por Transferencias Corrientes Recibidas, Ingresos por Transferencia de Capital Recibidas, Ingresos por Venta de Bienes y Servicios y cualquier otro ingreso generado por la MSS. Se exceptúa la porción correspondiente a las transferencias relacionadas con el Fondo para el Desarrollo Económico y Social de los Municipios. Dichos flujos serán transferidos dentro de un plazo de 10 años, en montos mensuales. Hencorp emitirá, con cargo al Fondo, los valores de titularización de ambos tramos.

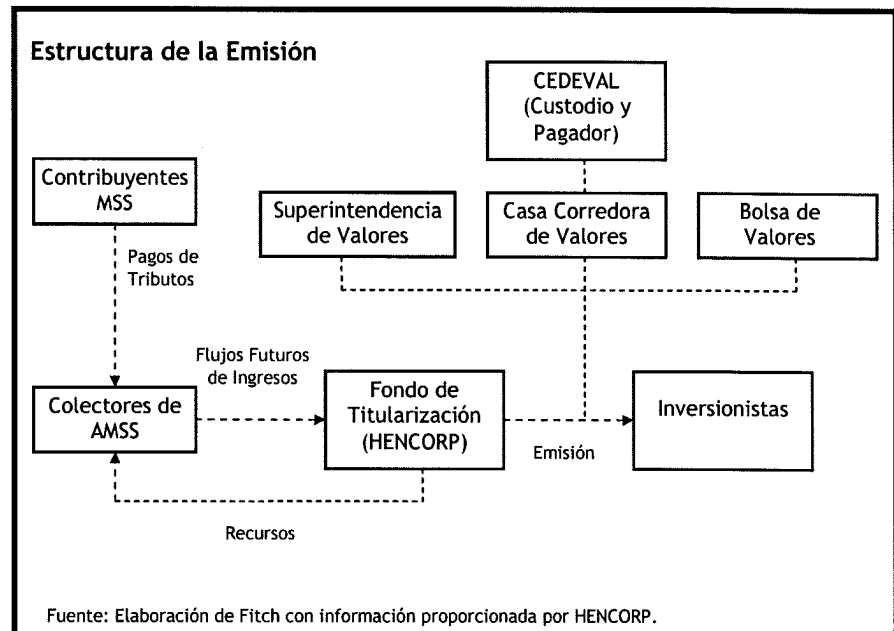
La Titularizadora abrirá una Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización (CD) donde MSS, el administrador, depositará una porción de sus ingresos recaudados de los colectores que servirán para el repago de la emisión.

Desde el inicio de la transacción, la estructura también cuenta con una Cuenta Bancaria Restringida, equivalente a dos cuotas mensuales de servicio de la deuda (intereses y capital) como mínimo, la cual será constituida y administrada por la Titularizadora para beneficio de los tenedores de los valores.

La operatividad en cuanto a la cesión/transferencia de los recursos se refiere consiste en que MSS, por medio del Contrato de Cesión, se compromete a transferir la cesión de pagos a través de una Orden de Pago Irrevocable (OPI) que será ejecutada directamente por quienes hagan la función de colecturía tributaria (CAESS y DELSUR). En caso que por cualquier motivo el colector de MSS no puede ejecutar la OPI, Hencorp, con cargo al Fondo, podrá ejecutar la o las Órdenes Irrevocables de Deposito (ODI) autorizadas por la Municipalidad en las diferentes entidades bancarias en las que MSS colecte o disponga de fondos hasta por la cantidades acordadas en este contrato. Sin embargo, lo anterior no limita la responsabilidad de MSS de trasladar el total de la cesión establecida en dicho contrato cuando los fondos obtenidos de los diferentes colectores no sean suficientes para realizar el pago a los tenedores de los bonos. En caso que por cualquier motivo, y si y sólo si el colector del MSS no puede ejecutar la Orden de Pago Irrevocable, la Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo podrá ejecutar la o las Órdenes de Deposito Irrevocables autorizadas por el MSS en las diferentes entidades Bancarias en las que el MSS colecte o disponga de fondos hasta por las cantidades acordadas en el Contrato de Cesión y que serán mantenidas válidas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVAMS CERO UNO. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad del Municipio de San Salvador de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el Contrato de Cesión al FTHVAMS01.

Una condición financiera a cumplir por MSS durante la vigencia de esta emisión (establecida por la Ley Reguladora De Endeudamiento Público Municipal para todas las municipalidades en ES) establece un límite de endeudamiento público municipal, el cual estará determinado porque la relación del Saldo de la Deuda Pública Municipal (aquella deuda generadora de intereses registrada contablemente como Endeudamiento Interno y Externo) sobre Ingresos Operacionales (que comprenden tanto los Ingresos Corrientes como el FODES, y registrados contablemente como Ingresos de Gestión) del ejercicio fiscal anterior no sea superior a 1.7 veces. A junio 2010, este indicador se ubica en 1.46 veces.

El siguiente diagrama muestra un resumen de la estructura de la transacción bajo el esquema regulatorio:



Titularizadora

Al amparo de la Ley de Titularización de Activos, Grupo Hencorp constituyó Hencorp, siendo la primera sociedad titularizadora en El Salvador y, hasta el momento, la única que se encuentra en operación. La junta directiva de Hencorp se compone de 6 miembros con reconocida experiencia financiera a nivel local e internacional.

Grupo Hencorp es un grupo económico privado constituido en 1985, integrado por un conglomerado de empresas domiciliadas principalmente en Estados Unidos, y dedicadas a actividades de banca de inversión y de administración de portafolios de activos. A la fecha, Grupo Hencorp cuenta con oficinas en Miami, Brasil y El Salvador.

Prelación de Pagos

Los recursos serán cobrados por MSS y transferidos a una cuenta a nombre del Fondo en un plazo máximo de un día después de haber sido recibidos. Los flujos son direccionados de acuerdo a la siguiente prelación de pagos:

- Cuando sea necesario, se abona a la Cuenta Discrecional con el saldo mínimo con la próxima cuota de pago de intereses y principal;
- Pago de capital e intereses a los tenedores de bonos;
- Comisión a Hencorp;
- Gastos adeudados a terceros;
- Cualquier remanente se devolverá mensualmente al Originador.

Estructura Legal

Fitch ha recibido opinión legal por parte del Bufete Arias & Muñoz donde se indica que los flujos a recibir serán válidamente cedidos y transferidos al FTHVAMS01, y a los cuales la Municipalidad, ni ningún acreedor o tercero de MSS, no podrá acceder durante el plazo de vigencia de la emisión. Adicionalmente, dicha opinión también indica el carácter de irrevocabilidad de este Fondo y todo lo relacionado al mismo.

durante la vigencia de la emisión, con el fin de determinar que ningún GM pueda cambiar las condiciones inicialmente establecidas para esta emisión.

Este Fondo se rige por las disposiciones aplicables a las leyes de la República de El Salvador y su propósito es emitir los valores de titularización con cargo al patrimonio del Fondo.

Declaración de Renuncia

Para evitar cualquier duda, en su análisis de crédito, Fitch se basa en las opiniones legales y/o dictámenes fiscales provistos por los abogados de la transacción. Como Fitch siempre ha manifestado, Fitch no provee asesoramiento legal y/o fiscal ni confirma que el marco jurídico y/o los dictámenes fiscales o cualquier otro documento o cualquier otra estructura de la transacción son suficientes para cualquier propósito.

La declaración de renuncia al pie de este informe deja claro que este informe no constituye asesoría legal, fiscal, y/o de estructuración por parte de Fitch y no debe ser utilizado o interpretado como asesoría legal, fiscal y/o de estructuración por parte de Fitch. Si los lectores de este informe requieren de asesoría legal, fiscal y/o de estructuración, se recomienda contactar a los asesores pertinentes en las jurisdicciones respectivas.

Riesgo de Contraparte

Administrador

La administración y colecturía de los ingresos del Fondo estará a cargo de MSS. Tales servicios serán gratuitos. Fitch considera que la Municipalidad está realizando esfuerzos con el fin de mejorar su capacidad como administrador, particularmente, tanto para incrementar sus ingresos como para reducir la morosidad existente y potencial en el pago de impuestos.

Dada la naturaleza de este tipo de entidad, la figura de un administrador de respaldo no es factible. Si bien existen espacios de mejora, MSS ha demostrado contar con capacidad para la administración de sus ingresos.

Colectores

MSS ha firmado un Contrato de Prestación de Servicios con CAESS y DELSUR (colectores), entidades que proporcionan el servicio de distribución de energía eléctrica a los habitantes de la ciudad de San Salvador. El mecanismo de cobro de este servicio es mediante la emisión de facturas mensuales a los usuarios localizados en la jurisdicción territorial de la Municipalidad por el consumo de electricidad. El contrato con CAESS fue firmado desde el año 2005, siendo prorrogable por 3 años; mientras que el contrato con DELSUR fue firmado desde el año 2007, siendo prorrogable por 1 año. A la fecha, ambos contratos se encuentran vigentes.

De acuerdo a la OPI constituida entre cada colector y MSS, el colector respectivo deducirá de la recaudación de ingreso realizada los montos estipulados en la OPI y necesarios para el pago de intereses y capital a los tenedores de los bonos. Posteriormente, dichos recursos serán remitidos inmediatamente a la CD.

Fitch considera que el riesgo de contraparte derivado de estos colectores está suficientemente mitigado, dado el historial de operaciones realizadas con MSS, así como el conocimiento que la calificadora tiene de los primeros, y en donde CAESS cuenta con una clasificación de 'EA+(slv)' y DELSUR cuenta con una clasificación de 'EAA-(slv)'.

Tomando en cuenta únicamente lo colectado por CAESS y DELSUR, el promedio

mensual combinado (calculado desde enero 2007 hasta noviembre 2010) recibido por ambas distribuidoras alcanza aproximadamente US\$950,000; mientras que el promedio del mínimo mensual combinado alcanza alrededor de US\$630,000 (ver cuadro **Ingresos Colectados por Distribuidoras Eléctricas**).

Ingresos Colectados por Distribuidoras Eléctricas

<i>Promedio Mensual Histórico (US\$)</i>				
	2007	2008	2009	2010 *
CAESS	776,082.62	760,570.45	833,219.90	883,376.02
DELSUR	130,245.76	138,175.67	142,666.63	163,331.38
Total	906,328.38	898,746.12	975,886.53	1,046,707.41
<i>Mínimo Mensual Histórico (US\$)</i>				
	2007	2008	2009	2010 *
CAESS	627,341.86	535,865.61	646,403.72	518,176.74
DELSUR	70,928.02	95,049.04	82,206.29	66,627.11
Total	698,269.88	630,914.65	728,610.01	584,803.85

* Únicamente se registran los meses de enero a noviembre.

Fuente: Elaboración propia con información proporcionada por AMSS.

Por su parte, los bancos comerciales colectores (11) colectaron un promedio mensual combinado de US\$350,000 en el año 2009 (US\$320,000 en los primeros 11 meses del año 2010). Los principales bancos colectores son: Banco Agrícola (clasificado 'EAA+(slv)' por Fitch), Scotiabank El Salvador (clasificado 'EAAA(slv)' por Fitch), Banco HSBC Salvadoreño (clasificado 'EAAA(slv)' por Fitch) y Banco Citibank de El Salvador (clasificado 'EAAA(slv)' por Fitch).

Municipalidad de San Salvador

US\$ millones	Actual						
	2005	2006	2007	2008	2009	Sept. 2009	Sept. 2010
Impuestos	11.1	11.4	12.4	13.2	12.9	10.7	10.4
Transferencias Corrientes	0.8	1.0	3.3	2.7	3.0	2.3	2.1
Tasas, Multas y Otros Ingresos Operativos	31.0	28.8	29.7	29.9	29.1	19.8	21.6
Ingreso Operativo Total	42.9	41.2	45.3	45.8	45.0	32.9	34.1
Gasto Operativo Total	-36.3	-36.6	-38.3	-41.4	-41.4	-33.0	-36.9
Saldo Operativo	6.6	4.6	7.0	4.4	3.7	-0.1	-2.8
Ingresos Financieros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gastos Financieros	-1.5	-1.3	-1.1	-1.0	-1.0	-0.7	-1.3
Saldo Corriente (Ahorro Bruto)	5.1	3.3	5.9	3.4	2.7	-0.9	-4.1
Ingreso de Capital	3.7	5.2	5.3	5.7	5.8	3.7	3.9
Gasto de Capital	-1.3	-0.8	-3.3	-7.2	-5.7	-5.2	-1.0
<i>Saldo de Capital</i>	2.4	4.4	2.1	-1.5	0.1	-1.6	2.9
Capacidad (Necesidad) de Endeudamiento Neto	7.5	7.7	8.0	1.9	2.8	-2.4	-1.2
Contratación de Deuda	0.2	1.8	1.6	4.5	3.1	1.6	1.5
Amortización de Deuda	-1.0	-1.5	-2.2	-2.2	-2.2	-1.7	-3.3
<i>Movimiento Neto de Deuda</i>	-0.8	0.3	-0.6	2.4	0.9	-0.1	-1.8
Déficit (Superávit) Total	6.7	8.0	7.3	4.3	3.7	-2.5	-3.0
Endeudamiento							
Deuda Total							
Corto Plazo	2.3	2.2	2.2	2.2	3.7	2.2	3.0
Largo Plazo	21.1	20.4	20.0	22.4	23.3	22.3	20.6
Deuda Directa Total	23.4	22.5	22.2	24.6	27.0	24.5	23.7
+ Otra deuda clasificada por Fitch	2.5	2.6	1.9	1.8	2.0	1.8	2.1
Riesgo Directo	25.9	25.1	24.1	26.4	29.0	26.2	25.7
- Tesorería y Depósitos líquidos	3.4	4.1	4.5	3.3	2.6	2.4	2.0
Riesgo Directo Neto	22.5	21.0	19.6	23.1	26.4	23.9	23.7
Garantías, Avales y Otros Pasivos Contingentes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Deuda indirecta neta (empresas públicas excl. cantidad avalada)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Riesgo Total Neto	22.5	21.0	19.6	23.1	26.4	23.9	23.7
Memo:							
% de la Deuda en Moneda Extranjera	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
% de la Deuda en Emisiones	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
% de la Deuda con Tasa de Interés Fija	35.20%	36.25%	39.40%	49.59%	52.52%	49.47%	48.53%

Municipalidad de San Salvador

	2005	2006	2007	Actual 2008	2009	Sept. 2009	Sept. 2010
Ratios de Desempeño Fiscal							
Saldo Operativo/Ingreso Operativo Total (%)	15.33%	11.15%	15.48%	9.68%	8.11%	n.a.	n.a.
Saldo Corriente/Ingreso Corriente (%)	11.86%	8.11%	13.03%	7.43%	5.90%	n.a.	n.a.
Capacidad (Necesidad) de Endeudamiento Neto/Ingreso Total (%)	16.16%	16.66%	15.75%	3.71%	5.42%	-6.66%	-3.06%
Superávit (Déficit) Total/Ingreso Total (%)	14.44%	17.27%	14.49%	8.35%	7.21%	-6.88%	-7.77%
Crecimiento del Ingreso Operativo Total (cambio % anual)	n.a.	-3.95%	10.01%	1.12%	-1.67%	n.a.	n.a.
Crecimiento del Gasto Operativo Total (cambio % anual)	n.a.	0.80%	4.65%	8.05%	0.04%	n.a.	n.a.
Crecimiento del Saldo Corriente (cambio % anual)	n.a.	-34.29%	76.65%	-42.31%	-21.96%	n.a.	n.a.
Ratios de Deuda							
Deuda Directa (cambio % anual)	n.a.	-3.81%	-1.60%	10.73%	9.77%	n.a.	n.a.
Gastos Financieros/Ingreso Operativo Total (%)	3.48%	3.04%	2.45%	2.25%	2.21%	2.22%	3.84%
Saldo Operativo/Gastos Financieros (x)	4.41	3.67	6.32	4.30	3.66	n.a.	n.a.
Servicio Deuda Directa/Ingreso Operativo Total (%)	5.76%	6.75%	7.33%	6.94%	7.03%	7.27%	13.49%
Servicio Deuda Directa/Saldo Operativo Total (%)	37.57%	60.57%	47.36%	71.72%	86.68%	n.a.	n.a.
Deuda Directa Total/Ingreso Operativo Total (%)	54.67%	54.75%	48.97%	53.63%	59.87%	74.44%	69.44%
Riesgo Directo/Ingreso Operativo Total (%)	60.43%	61.04%	53.19%	57.63%	64.33%	79.76%	75.49%
Deuda Directa Total/Saldo Corriente (años)	4.61	6.75	3.76	7.22	10.15	n.a.	n.a.
Riesgo Total Neto/Ingreso Operativo Total (%)	52.57%	51.01%	43.30%	50.46%	58.60%	72.56%	69.62%
Riesgo Directo/Saldo Corriente (años)	5.10	7.52	4.08	7.75	10.90	n.a.	n.a.
Deuda Directa Total/PIB (%)	0.99%	0.95%	0.93%	1.03%	1.13%	1.03%	1.00%
Deuda Directa Total per Capita (moneda local)	74	71	70	78	85	77	75
Ratios de Ingreso							
Ingreso Operativo/Ingreso Operativo - presupuesto (%)	122.82%	130.70%	111.25%	108.01%	110.97%	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingreso Operativo Total (%)	25.87%	27.62%	27.27%	28.87%	28.60%	32.51%	30.53%
Transferencias Corrientes Recibidas/Ingreso Operativo Total (%)	1.91%	2.48%	7.22%	5.79%	6.68%	7.14%	6.17%
Ingreso Operativo Total/Ingreso Total (%)	92.06%	88.80%	89.46%	88.96%	88.63%	89.97%	89.65%
Ingreso Total per Capita (moneda local)	147	147	160	163	161	116	120
Ratios de Gasto							
Gasto Operativo/Gasto Operativo - presupuesto (%)	93.72%	88.16%	83.31%	79.40%	83.62%	n.a.	n.a.
Gasto de Personal/Gasto Operativo Total (%)	55.99%	58.07%	56.45%	47.12%	41.23%	36.93%	35.87%
Transferencias Corrientes Realizadas/Gasto Operativo Total (%)	4.60%	3.39%	7.18%	16.97%	23.66%	25.83%	27.46%
Gasto de Capital/Gasto de Capital - presupuesto (%)	12.77%	8.19%	19.08%	38.78%	50.85%	n.a.	n.a.
Gasto de Capital/Gasto Total (%)	3.14%	2.00%	7.27%	13.88%	11.31%	12.86%	2.41%
Gasto de Capital/PIB Local (%)	0.05%	0.03%	0.14%	0.30%	0.24%	0.22%	0.04%
Gasto Total per Capita (moneda local)	127	127	142	164	159	129	134
Financiamiento del Gasto de Capital							
Saldo Corriente/Gasto de Capital (%)	404.34%	415.27%	180.98%	47.41%	46.77%	n.a.	n.a.
Ingreso de Capital/Gasto de Capital (%)	294.14%	645.28%	163.62%	79.17%	101.67%	70.12%	384.59%
Movimiento Neto de Deuda/Gasto de Capital (%)	-63.56%	34.81%	-19.63%	33.29%	16.02%	-1.53%	-174.98%

n.a. - No aplica. PIB - Producto Interno Bruto.

Ingreso Corriente = Ingreso Operativo Total + Ingresos Financieros. Ingreso Total (excluye Contratación de Deuda) = Ingreso Corriente + Ingreso de Capital.

Gasto Total = Gasto Operativo Total + Gastos Financieros + Gasto de Capital + Amortización de Deuda.

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

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.

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos "+" y "-", 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 "-" indica un nivel mayor de riesgo.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, 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 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 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, 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 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 pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Anexo 3

San Salvador, 15 de noviembre de 2010.

Señores
Fondo de Titularización Hencorp Valores
Presente.

Estimado Ing. Eduardo Alfaro:

Por este medio se hace de su conocimiento que al 18 de octubre de 2010 existe en nuestra nomina de accionistas solo una sociedad con mas del 10% de participación social de la sociedad.

En razón de lo anterior a continuación se detalla el accionista con más del 10% de participación social de Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V. Casa Corredores de Bolsa, la cual es nuestra Holding.

ACCIONISTA	PARTICIPACION %
Finance Exchange and Trading Company	99.96%

Sin más por el momento, me suscribo.

Atentamente,



Sandra Maria Munguia Palomo

Vicepresidenta

Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V.

Casa Corredores de Bolsa

Anexo 4



ZELAYA RIVAS, ASOC. Y CIA.

Miembro de



SMS Latinoamérica

3ra. Calle Poniente #3655, Colonia Escalón, San Salvador, El Salvador
Tels. (503) 2298-7178 • 2298-7179 • 2298-7180 • Tel Fax (503) 2298-7178
www.zelayarivas.com.sv
www.smslatam.com

DICTAMEN DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

28 de enero de 2009

A la Junta General de Accionistas y
Junta Directiva de
HENCORP VALORES, S.A., Titularizadora

Hemos auditado los estados financieros adjuntos de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, que comprenden el balance general del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008, y el estado de resultados, estado de flujos de efectivo y estados de cambios en el capital de los accionistas por el año que terminó en esa fecha, así como un resumen de las principales políticas contables y otras notas explicativas.

Responsabilidad de la administración por los estados financieros

La administración de la Titularizadora es responsable por la preparación y presentación razonable de los estados financieros, conforme a las Normas Contables para sociedades Titularizadoras de Activos emitidas por la Superintendencia de Valores, como se describe en nota 2, adjunta a los estados financieros. Esta responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener el control interno relevante a la preparación y presentación razonable de los estados financieros que estén libres de representaciones erróneas de importancia relativa, ya sea debidas a fraude o error; seleccionando y aplicando políticas contables apropiadas, y haciendo estimaciones contables que sean razonables en las circunstancias.

Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estos estados financieros con base en nuestras auditorías. Condujimos nuestra auditoría de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría, el marco legal y normativo de la Superintendencia de Valores, y conforme a la Norma Internacional de Control de Calidad. Dichas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos, así como que planifiquemos y desempeñemos la auditoría para obtener seguridad razonable sobre si los estados financieros están libres de representación errónea de importancia relativa.

Una auditoría implica desempeñar procedimientos para obtener evidencia de auditoría sobre los montos y revelaciones en los estados financieros, una auditoría incluye el examen con base a pruebas selectivas de la evidencia que soporta las cifras en los mismos. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de representación errónea de importancia relativa de los estados financieros, ya sea debido a fraude o error. Al hacer esas evaluaciones del riesgo, el auditor considera el control interno relevante a la preparación y presentación razonable de los estados financieros por la entidad, para diseñar los procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el fin de expresar una opinión sobre la efectividad del control interno de la entidad. Una auditoría también incluye evaluar la propiedad de las políticas contables usadas y lo razonable de las estimaciones contables hechas por la administración, así como evaluar la presentación general de los estados financieros. Creemos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido es suficiente y apropiada para proporcionar una base para nuestra opinión de auditoría.



Opinión

En nuestra opinión, los estados financieros referidos anteriormente, presentan razonablemente, respecto de todo lo importante, la posición financiera de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora., del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008, y su desempeño financiero y sus flujos de efectivo por el año que terminó en esa fecha, de conformidad con las Normas Contables para sociedades Titularizadoras de Activos emitidas por la Superintendencia de Valores de El Salvador, como se describe en nota 2, adjunta a los estados financieros.



Zelaya Rivas, Asociados y Compañía
Inscripción profesional N° 2503




Lic. José Mario Zelaya Rivas
Inscripción profesional N° 252

HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA (Empresa subsidiaria de Hencorp, Inc)

(Compañía salvadoreña nota-1)

Balance general del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008

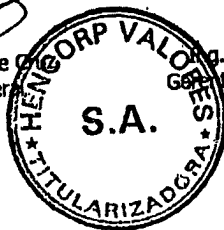
(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

**Del 2 de julio al
31 de diciembre de
2,008**

Activo		
Activo corriente	\$	200.00
Efectivo y sus equivalentes		961,222.62
Bancos e intermediarios financieros no Bancarios		3,232.19
Rendimientos por cobrar		10,764.76
Impuestos		
Activo no corriente		3,547.65
Muebles		120,311.43
Activos intangibles (nota 8)	\$	<u>1,099,278.65</u>
Total activo		
Pasivo		
Pasivo corriente	\$	23,474.51
Cuentas por pagar (nota 9)		687.68
Impuestos por pagar		
Pasivo no corriente		661.79
Impuesto sobre la renta diferido (nota 6)		
Patrimonio		
Capital		1,070,000.00
Capital social (nota 10)		
Reservas de capital		406.29
Reservas de capital		
Resultados		4,048.38
Resultados del presente ejercicio	\$	<u>1,099,278.65</u>
Total pasivo y patrimonio		

Las notas que aparecen en las páginas números, de la 7 a la 11 son parte integral de los Estados Financieros.

Lic. Melvin Baltimore
Contador General



Lic. Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente General y Representante Legal

Zelaya Rivas Asociados y Cía.
(Reg. 2503) Auditores Externos

Lic. José Mario Zelaya Rivas
Administrador único



HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA (Empresa subsidiaria de Hencorp, Inc)

(Compañía salvadoreña nota-1)

Estado de resultados del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008

(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

	<u>Del 2 de julio al</u> <u>31 de diciembre de</u> <u>2,008</u>
Egresos	
Costos de explotación	
Gastos generales de administración y de personal de operaciones de titularización	14,880.34
Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes	2,482.57
Resultado de operación	<u>(17,362.91)</u>
Ingresos financieros	
Ingresos por cuentas y documentos por cobrar	<u>23,194.00</u>
Utilidad antes de intereses e impuestos	5,831.09
Menos:	
Reserva legal	406.29
Impuesto sobre la renta	
Impuesto sobre la renta	<u>1,349.47</u>
Utilidad ordinaria después de impuestos	4,075.33
Gastos financieros	
Otros gastos financieros	<u>26.95</u>
Total de utilidades retenidas al finalizar el año	\$ <u>4,048.38</u>
Utilidades por acción	\$ 0.83
Utilidades de ejercicio y antes de impuestos	\$ 5,831.09
Utilidad del ejercicio y antes de partidas extraordinarias	\$ 4,454.67
Utilidad después de partidas extraordinarias	\$ 4,454.67
No. de acciones comunes en circulación	5,350.00
Valor nominal por acción	\$ 200.00


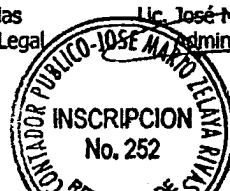

Las notas que aparecen en las páginas números, de la 7 a la 11 son parte integral de los Estados Financieros.

Zelaya Rivas Asociados y Cía.
(Reg. 2503) Auditores Externos

Lic. Melvin Baltimore
Contador General

Lic. Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Presidente General y Representante Legal

Lic. José Mario Zelaya Rivas
Administrador Único

HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA (Empresa subsidiaria de Hencorp, Inc)
 (Compañía salvadoreña nota-1)
Estado de cambios en el patrimonio del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008
 (Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

	Capital	Reservas	Resultados Acumulados	Total
Saldos al 2 de Julio de 2008	\$ 1,070,000.00	\$ -	\$ -	\$ 1,070,000.00
Resultados del Ejercicio	-	-	4,048.38	4,048.38
Aumento reserva legal	-	406.29	-	406.29
Saldo al 31 de Diciembre de 2008	\$ 1,070,000.00	\$ 406.29	\$ 4,048.38	\$ 1,074,454.67

Al 31 de diciembre de 2008, el capital social de la Titularizadora, está representado por 5,350 acciones comunes y nominativas de \$ 200.00 dólares de los Estados Unidos de América cada una, las cuales se encuentran totalmente suscritas y pagadas.

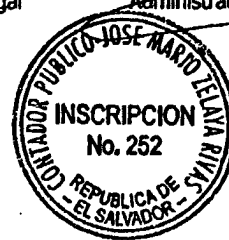
Las notas que aparecen en las páginas números, de la 7 a la 11 son parte integral de los Estados Financieros.

Zelaya Rivas Asociados y Cía.
 (Reg. 2503) Auditores Externos

Lic. Melvin Baltimore Cruz
 Contador General

Ing. Eduardo Arturo Alfaro Barillas
 Gerente General y Representante Legal

Lic. José Mario Zelaya Rivas
 Administrador Único



HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA (Empresa subsidiaria de Hencorp, Inc)
 (Compañía salvadoreña nota-1)
Estado de flujos de efectivo
Del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008
 (Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

	<u>Del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008</u>
Flujo de Efectivo por Actividades de Operación	
Entrada por intereses y dividendos	\$ 19,961.81
Menos:	
Pago de remuneraciones y beneficios sociales	8,558.03
Pago de proveedores	21,877.66
Pago de impuestos y contribuciones	11,045.74
Otros pagos relativos a operación	83,217.46
(Disminución) de efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de operación	(104,737.08)
Flujo de Efectivo por Actividades de Inversión	
Pagos por compra de inmuebles y equipos	(3,840.30)
(Disminución) de efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de inversión	(3,840.30)
(Disminución) neto de efectivo y equivalente de efectivo	(108,577.38)
Saldo efectivo y equivalente de efectivo al inicio del ejercicio	1,070,000.00
Saldo efectivo y equivalente de efectivo al finalizar el ejercicio	\$ 961,422.62
Conciliación de resultado neto con el efectivo y equivalente de efectivo proveniente de las actividades de operación	
Resultados del ejercicio utilidad	\$ 4,454.67
Más:	
Depreciaciones y amortizaciones del período	2,482.57
Menos:	
Cargos y abonos por cambios netos en el activo y pasivo	
Cuentas y documentos por cobrar	(13,996.95)
Cuentas y documentos por pagar	397.06
Otros activos	(122,501.35)
Impuesto y contribuciones por pagar	3,126.92
Proveedores	21,300.00
(Disminución) de efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de operación	\$ (104,737.08)

Las notas que aparecen en las páginas números, de la 7 a la 11 son parte integral de los Estados Financieros.

Zelaya Rivas Asociados y Cía.
 (Reg. 2503) Auditores Externos

Lic. Melvin Balmore
 Contador General



Ing. Eduardo Arturo Alfaro Barillas
 Gerente General y Representante Legal



José Mario Zelaya Rivas
 Administrador Único



HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA (Empresa subsidiaria de Hencorp, Inc)
(Compañía salvadoreña nota-1)
Notas a los estados financieros del 2 de julio al 31 de diciembre de 2008
(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

NOTA 1 CONSTITUCIÓN E INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO PÚBLICO BURSÁTIL

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora de conformidad con el artículo ocho de la Ley de Titularización de Activos, presentó testimonio de escritura de constitución, fechada dos de junio de dos mil ocho ante los oficio del Notario Zygmunt Brett Sánchez para autorización de la Superintendencia de Valores, siendo aprobada en sesión de Consejo Directivo número CD-veinticuatro/dos mil ocho, de fecha veinticuatro de junio de dos mil ocho, siendo calificada favorablemente, realizando la escritura, se constituyó el dos de julio de dos mil ocho, ante los oficios notariales de Zygmunt Brett Sánchez e inscrita en el Registro de Comercio al Número 22 del libro No. 2347, del Registro de Sociedades del Folio 180 al Folio 199, Fecha de Inscripción, San Salvador dieciséis de julio de dos mil ocho. Autorizando el asiento en el Registro Público Bursátil en Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores, en sesión No. CD-37/2008 de fecha 7 de octubre de 2008, siendo asentada en el Registro Especial de Titularizadoras de Activos, del Registro Público Bursátil que lleva la Superintendencia de Valores de conformidad al artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores y artículo 5 del Reglamento de la Ley del Mercado de Valores, en el Asiento Registral Único No. TA-0001-2008 de Fecha 13 de Octubre de 2008, cuya certificación No. SV0035-2008 de fecha 13 de octubre de 2008.

NOTA 2 PRINCIPALES POLÍTICAS CONTABLES UTILIZADAS

A continuación se presenta un resumen de las principales políticas contables:

Normas Técnicas emitidas por la Superintendencia de Valores

Los estados financieros adjuntos han sido preparados por la Titularizadora de Activos con base a las Normas contables emitidas por la Superintendencia de Valores, las cuales prevalecen cuando existe conflicto con las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF's (Nota 17).

Unidad Monetaria

La Ley de Integración Monetaria aprobada con fecha 30 de noviembre de 2000, establece que a partir del 1 de enero de 2001, el dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, será moneda de curso legal en El Salvador y que todas las transacciones que se realicen en el sistema financiero, se expresarán en dólares. Los libros de la Titularizadora de Activos se llevan en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica, representados por el símbolo \$ en los estados financieros adjuntos.

Principales políticas contables utilizadas

a. **Período contable**

El período contable de los estados financieros es del 1 de enero al 31 de diciembre de cada año, no obstante, dada a la fecha de constitución de la sociedad, los presentados en el presente informe comprenden del 2 de junio al 31 de diciembre de 2008.

b. **Bases de preparación y presentación de los Estados Financieros**

Los estados financieros se preparan sobre la Base del Costo Histórico y su presentación de acuerdo con normativas emitidas por la Superintendencia de Valores.

c. Corrección monetaria

Los reconocimientos monetarios por variaciones en los precios de los bienes se reconocen en el momento que se producen.

d. Bases de conversión

Las operaciones en moneda, diferente del dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, se contabilizan al tipo de cambio vigente al cierre del período, no obstante al cierre del ejercicio la compañía no ha realizado transacciones monetarias diferentes al dólar estadounidense.

e. Propiedad, Planta y Equipo

La propiedad, planta y equipo se registra a su valor de adquisición más todos los gastos necesarios para poner en buen funcionamiento el equipo adquirido. Actualmente la entidad únicamente tiene registrados bienes muebles.

f. Depreciación

La depreciación de la propiedad, planta y equipo se realiza de la siguiente forma:

- Edificios 20 años
- Equipo de Computo y Mobiliarios de Oficina 5 años

La depreciación registrada al 31 de diciembre de 2008, corresponde a bienes muebles.

g. Otros Activos Corrientes

Los otros activos corrientes se registran en el momento de realizarse la transacción reflejándose a su valor transado.

h. Impuestos Diferidos e Impuestos Sobre la Renta

De existir una diferencia significativa entre la base contable y la Ley de Impuesto Sobre la Renta, se realizará el cálculo del impuesto, de acuerdo con la Ley de Impuesto Sobre la renta, registrándose contablemente la diferencia temporaria.

i. Derechos sobre excedentes de patrimonios separados

Los derechos sobre excedentes de patrimonios separados se determinan al momento de la constitución de los mismos.

j. Indemnización

Las indemnizaciones de los empleados se hacen sobre la base del Código de Trabajo vigente.

k. Gastos de emisión y colocación de valores de deuda

Los gastos de emisión y colocación de valores de deuda, se determinan de acuerdo al estudio realizado por las emisiones y colocaciones que se efectúen. Al cierre del ejercicio auditado, la compañía no ha efectuado operaciones de titularización.

l. Ingresos de explotación

Los ingresos de explotación se registran sobre la base de lo devengado al momento de realizarse la transacción. Al cierre del ejercicio 2008, la compañía no posee ingresos de explotación

m. Flujo de Efectivo

Los flujos de efectivo de la compañía, se realizan a través de la cuenta de bancos, todas aquellas transacciones que no tengan relación con la cuenta, se concilian y presentan en el estado de flujo de efectivo.

n. Otros criterios contables adoptados de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o Exigidas por la Superintendencia de Valores.

De acuerdo con la normativa emitida por la Superintendencia de Valores, las licencias y programas computacionales se registran como activos intangibles y se amortizan en un período razonable de uso.

NOTA 3 CAMBIOS CONTABLES

Durante el período no existieron cambios importantes.

NOTA 4 RIESGOS DERIVADOS DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Durante el período no se realizaron inversiones en instrumentos financieros.

NOTA 5 SALDOS Y TRANSACCIONES CON ENTIDADES RELACIONADAS

Al 31 de Diciembre de 2008 no existen saldos a favor o en contra con entidades relacionadas.

NOTA 6 IMPUESTOS DIFERIDOS E IMPUESTO SOBRE LA RENTA

Al 31 de diciembre de 2008, el impuesto sobre la renta diferido asciende a US\$ 661.79 y el cálculo de impuesto de renta asciende a US\$ 687.68, siendo la determinación de dicho cálculo la siguiente:

Activo		DIFERENCIA BASE		DIFERENCIA TEMPORARIA
		CONTABLE	FISCAL	
Activo corriente	975,419.57			
Efectivo y sus equivalentes	200.00	-	-	-
Bancos e intermediarios financieros	961,222.62	-	-	-
Rendimientos por cobrar	3,232.19	-	-	-
Impuestos	10,764.76	-	-	-
Activo no corriente	123,859.08			
Equipo de cómputo	3,840.30	-	-	-
Depreciación acumulada mobiliario y equipo	(292.65)	292.65	292.65	-
Licencias y concesiones	2,345.21	-	-	-
Amortización acumulada licencias y concesiones	(187.32)	187.32	2,345.21	(2,157.89)
Programas informáticos	40,000.00	-	-	-
Amortización acumulada programas informáticos	(666.67)	666.67	666.67	-
Sitios web	497.57	-	-	-
Amortización acumulada sitios web	(8.29)	8.29	497.57	(489.28)
Otros intangibles (gastos organización)	79,658.57	-	-	-
Amortización acumulada otros intangibles	(1,327.64)	1,327.64	1,327.64	-
Total activo	1,099,278.65			(2,647.17)
Pasivo				
Pasivo corriente	24,162.19			
Cuentas por pagar	23,474.51	-	-	-
Impuestos por pagar	687.68	-	-	-
Pasivo no corriente	661.79			
Impuesto sobre la renta diferido	661.79	-	-	-
Patrimonio				
Capital	1,070,000.00			
Capital suscrito mínimo pagado	1,070,000.00	-	-	-
Reservas de capital	406.29	-	-	-
Reservas de capital	406.29	-	-	-
Resultados	4,048.38	-	-	-
Resultados del presente ejercicio	4,048.38	-	-	-
Total pasivo y patrimonio	1,099,278.65			

**Cálculo de impuesto diferido
al 31 de diciembre de 2008**

	Calculo Impuesto	Diferencia Temporal	Impuesto a Pagar
Resultados al 31 de diciembre 2008	5,804.14	1,451.04	-
Menos:			
Reserva legal	406.29	(101.57)	-
Amortización acumulada licencias y concesiones	2,157.89	-	(539.47)
Amortización acumulada sitio WEB	489.28	-	(122.32)
Utilidad fiscal sujeta de impuesto de renta	2,750.68		
Impuesto sobre la renta	687.67		
Conciliación impuesto renta y calculo ISR diferido		1,349.47	-661.79
			687.67

NOTA 7 OTROS ACTIVOS CORRIENTES

Al 31 de diciembre de 2008, no se tienen activos corrientes diferentes de los mostrados en el balance general.

NOTA 8 ACTIVOS INTANGIBLES

Al 31 de diciembre de 2008 el detalle de los activos intangibles es el que se muestra a continuación:

Descripción	Valor original	Valor amortización acumulada	Valor pendiente amortizar
Licencias servidor DELL power	\$ 2,102.56	\$ 175.21	\$ 1,927.35
Licencias office computadoras escritorio	242.65	12.12	230.53
Desarrollo sitio web	497.57	8.29	489.28
Sistema informático titularización (SIT)	40,000.00	666.66	39,333.34
Gastos organización	79,658.57	1,327.64	78,330.93
Total Activos Intangibles	\$ 122,501.35	\$ 2,189.92	\$120,311.43

NOTA 9 CUENTAS POR PAGAR

Al 31 de diciembre de 2008, el saldo de dicha cuenta es a valor de \$ 23,474.51, el detalle se presenta a continuación:

	Al 31 de diciembre de 2008
Retenciones por pagar	US\$ 397.06
Impuestos retenidos	1,777.45
Provisiones por pagar	10,000.00
Acreedores varios	11,300.00
Total Cuentas por Pagar	US \$ 23,474.51

El monto en concepto de provisiones y acreedores varios (US\$ 21,300.00) representa los saldos pendientes de pago a la entidad Fundación de Capacitación y Asesoría en Microfinanzas (FUNDAMICRO), como proveedor de la licencia de uso e implementación de módulos del Sistema Informático para Titularización.

NOTA 10 CAPITAL SOCIAL

Al 31 de diciembre de 2008, el Capital Social asciende a US\$ 1,070,000 encontrándose íntegramente suscrito y pagado, siendo la composición accionaria del mismo la siguiente:

ACCIONISTA	No. Acciones	Porcentaje Participación
Hencorp, Inc.	4,146	77.50%
FHH Corp	337	6.30%
OLS Holdings, Inc	134	2.50%
Roche Holdings, Inc	134	2.50%
Stesch Investments, Inc	16	0.30%
Eduardo Arturo Alfaro Barillas	535	10.00%
Guillermo Acosta	16	0.30%
María Mercedes López Calleja	16	0.30%
Albert Scalla	16	0.30%
Total	5,350	100.00%

La sociedad posee como accionista controlador a Hencorp, Inc. con 4,146 acciones que ascienden a US\$829,200.00 siendo la participación del 77.50% del total del capital; lo cual fue informado a la Superintendencia de Valores oportunamente para la constitución de la sociedad.

Durante el período no se tuvieron incumplimientos al nivel mínimo del patrimonio.

NOTA 11 CONTINGENCIAS

Al 31 de diciembre de 2008 no se tienen pasivos contingentes.

NOTA 12 CAUCIONES OBTENIDAS DE TERCEROS

Al 31 de diciembre de 2008 no se tienen cauciones obtenidas de terceros.

NOTA 13 SANCIONES

Durante el período, no se tuvieron sanciones por incumplimiento de parte de la Superintendencia de Valores.

NOTA 14 HECHOS POSTERIORES Y OTRAS REVELACIONES IMPORTANTES

Durante el período se tienen los siguientes hechos relevantes:

- a. Al 31 de diciembre de 2008, la Junta Directiva vigente está conformada por:

Nombre del administrador	Cargo
Raúl Henríquez Marroquín	Director Presidente
Víctor Manuel Henríquez Martínez	Director Vicepresidente
Eduardo Arturo Alfaro Barillas	Director Secretario
Felipe Holguín	Primer Director Suplente
Rafael Antonio Mejía Moreno	Segundo Director Suplente
José Miguel Valencia Artiga	Tercer Director Suplente

- b. Durante el período se dieron los siguientes cambios en la propiedad accionaria:
Con fecha 21 de octubre de 2008 Hencorp, Inc, traspasó un monto de US\$ 124,200.00 siendo la cantidad de 621 acciones, a los siguientes inversionistas:

Accionistas	Monto	No. Acciones
FHH Corp	\$ 67,400	337
OLS Holdings, Inc	26,800	134
Roche Holdings, Inc	26,800	134
Stesch Investments, Inc	3,200	16
TOTAL	\$ 124,200	621

Los traspasos efectuados fueron informados a la Superintendencia de Valores con fecha 22 de octubre de 2008.

- c. Al 31 de diciembre de 2008, la compañía no ha registrado transacciones por concepto de Administración de Fondos de Titularización de Activos.

NOTA 15 APROBACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

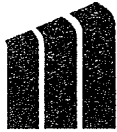
Según acta número 5 de Junta Directiva, celebrada el 9 de enero de 2009, se aprobaron los Estados Financieros con sus anexos al 31 de diciembre de 2008, de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora; acordando asimismo celebrar la Asamblea General de Accionistas el día 28 de enero de 2009.

NOTA 16 LITIGIOS PENDIENTES

Al 31 de diciembre de 2008, no tenemos conocimiento si existen litigios judiciales ó administrativos pendientes que pudieran afectar materialmente el patrimonio de la compañía.

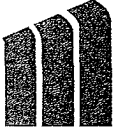
NOTA 17 DIFERENCIAS SIGNIFICATIVAS ENTRE NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y LAS NORMAS CONTABLES EMITIDAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES.

+A la fecha de cierre 2008, la sociedad titularizadora no ha administrado fondos de titularización, por lo que la administración de dicha empresa no ha identificado inicialmente diferencias importantes entre las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF y las Normas Contables emitidas por la Superintendencia de Valores.



Dictamen e informe de los auditores independientes

HENCORP VALORES, TITULARIZADORA, S.A.
Estados financieros
Al 31 de diciembre de 2009 y 2008



ZELAYA RIVAS, ASOCIADOS Y COMPAÑÍA
Auditores y Consultores



DICTAMEN DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

4 de febrero de 2010

A la Junta General de Accionistas y
Junta Directiva de
HENCORP VALORES, S.A., Titularizadora

Introducción

Hemos auditado los estados financieros adjuntos de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, que comprenden el balance general al 31 de diciembre de 2009 y 2008, el estado de resultados, estado de flujos de efectivo y estados de cambios en el capital de los accionistas por los años que terminaron en esas fecha, así como un resumen de las principales políticas contables y otras notas explicativas.

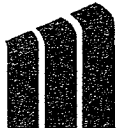
Responsabilidad de la administración por los estados financieros

La administración de la Titularizadora es responsable por la preparación y presentación razonable de los estados financieros, conforme a las Normas Contables para sociedades Titularizadoras de Activos emitidas por la Superintendencia de Valores, como se describe en nota 2, adjunta a los estados financieros. Esta responsabilidad incluye: diseñar, implementar y mantener el control interno relevante a la preparación y presentación razonable de los estados financieros que estén libres de representaciones erróneas de importancia relativa, ya sea debidas a fraude o error; seleccionando y aplicando políticas contables apropiadas, y haciendo estimaciones contables que sean razonables en las circunstancias.

Responsabilidad del auditor

Nuestra responsabilidad es expresar una opinión sobre estos estados financieros con base en nuestras auditorías. Condujimos nuestra auditoría de acuerdo con Normas Internacionales de Auditoría, el marco legal y normativo de la Superintendencia de Valores, y conforme a la Norma Internacional de Control de Calidad. Dichas normas requieren que cumplamos con requisitos éticos, así como que planifiquemos y desempeñemos la auditoría para obtener seguridad razonable sobre si los estados financieros están libres de representación errónea de importancia relativa.

Una auditoría implica desempeñar procedimientos para obtener evidencia de auditoría sobre los montos y revelaciones en los estados financieros, una auditoría incluye el examen con base a pruebas selectivas de la evidencia que soporta las cifras en los mismos. Los procedimientos seleccionados dependen del juicio del auditor, incluyendo la evaluación de los riesgos de representación errónea de importancia relativa de los estados financieros, ya sea debido a fraude o error. Al hacer esas evaluaciones del riesgo, el auditor considera el control interno relevante a la preparación y presentación razonable de los estados financieros por la entidad, para diseñar los procedimientos de auditoría que sean apropiados en las circunstancias, pero no con el fin de expresar una opinión sobre la efectividad del control interno de la entidad. Una auditoría también incluye evaluar la propiedad de las políticas contables usadas y lo razonable de las estimaciones contables hechas por la administración, así como evaluar la presentación general de los estados financieros. Creemos que la evidencia de auditoría que hemos obtenido es suficiente y apropiada para proporcionar una base para nuestra opinión de auditoría.




Opinión

En nuestra opinión, los estados financieros referidos anteriormente, presentan razonablemente, respecto de todo lo importante, la posición financiera de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, al 31 de diciembre de 2009 y 2008, y su desempeño financiero y sus flujos de efectivo por los años que terminaron en esa fecha, de conformidad con las Normas Contables para sociedades Titularizadoras de Activos emitidas por la Superintendencia de Valores de El Salvador, como se describe en nota 2, adjunta a los estados financieros.

Zelaya Rivas, Asociados y Compañía
Auditores Externos
Inscripción profesional N°2503




Lic. José Mario Zelaya Rivas
Administrador único
Inscripción profesional N° 252

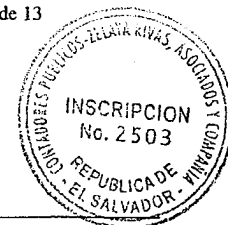


HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA

(Compañía salvadoreña empresa subsidiaria de Hencorp, Inc – nota - 1)


Balance general al 31 de diciembre de 2009 y 2008

(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)




	<u>2009</u>	<u>2008</u>
Activo		
Activo corriente		
Efectivo y sus equivalentes	\$ 200	\$ 200
Bancos e intermediarios financieros no Bancarios	852,325.59	961,222.62
Inversiones financieras (nota 6)	900,000.00	0.00
Cuentas y documentos por cobrar	484.48	0.00
Rendimientos por cobrar	4,792.60	3,232.19
Impuestos	<u>16,303.92</u>	<u>10,764.76</u>
Activo no corriente		
Muebles	3,511.33	3,547.65
Activos intangibles (nota 8)	<u>95,811.27</u>	<u>120,311.43</u>
Total activo	\$ <u>1,873,429.19</u>	\$ <u>1,099,278.65</u>
Pasivo		
Pasivo corriente		
Cuentas por pagar (nota 9)	\$ 16,535.44	\$ 23,474.51
Pasivos financieros negociables (nota 6)	800,000.00	0.00
Impuestos por pagar	0.00	687.68
Pasivo no corriente		
Impuesto sobre la renta diferido (nota 10)	661.79	661.79
Ingresos diferidos	<u>17,231.83</u>	<u>0.00</u>
Patrimonio		
Capital		
Capital social (nota 11)	1,070,000.00	1,070,000.00
Reservas de capital		
Reservas de capital	406.29	406.29
Resultados		
Resultados acumulados de ejercicios	4,048.38	-
Resultados del presente ejercicio	<u>(35,454.54)</u>	<u>4,048.38</u>
Total pasivo y patrimonio	\$ <u>1,873,429.19</u>	\$ <u>1,099,278.65</u>


Las notas que aparecen son parte integral de los Estados Financieros.

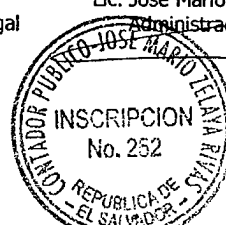
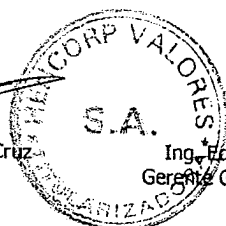
Zelaya Rivas Asociados y Cía.
(Reg. 2503) Auditores Externos


Lic. Melvin Balmore Cruz
Contador General



Ing. Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente General y Representante Legal



Lic. José Mario Zelaya Rivas
Administrador único




HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA

(Compañía salvadoreña empresa subsidiaria de Hencorp, Inc – nota - 1)

Estado de resultados del 1 de enero al 31 de diciembre de 2009 y 2008

(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

	<u>2009</u>	<u>2008</u>
Egresos		
Costos de explotación		
Gastos generales de administración y de personal de operaciones de titularización	\$ 68,404.49	\$ 14,880.34
Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes	<u>25,295.39</u>	<u>2,482.57</u>
Resultado de operación	(93,699.88)	(17,362.91)
Ingresos financieros		
Ingresos por inversiones financieras	11,592.62	0.00
Ingresos por cuentas y documentos por cobrar (Pérdida) utilidad antes de intereses e impuestos	<u>53,870.64</u>	<u>23,194.00</u>
Menos:	(28,236.62)	5,831.09
Reserva legal	0.00	406.29
Impuesto sobre la renta	0.00	1,349.47
Impuesto sobre la renta (Pérdida) utilidad ordinaria después de impuestos	<u>(28,236.62)</u>	<u>4,075.33</u>
Menos:		
Gastos financieros	<u>5,217.62</u>	<u>26.95</u>
Gastos por cuentas y documentos por pagar (reportos) (Pérdida) utilidad ordinaria después de impuestos	(33,454.24)	4,048.38
Menos:		
Gastos extraordinarios	<u>(2,000.30)</u>	<u>0.00</u>
Gastos extraordinarios	\$ <u>(35,454.54)</u>	\$ <u>4,048.38</u>
Total de (pérdida) utilidad neta		
	\$ (6.63)	\$ 0.83
(Pérdida) utilidades por acción	\$ (28,236.62)	\$ 5,831.09
(Pérdida) utilidad de ejercicio y antes de impuestos	\$ (33,454.24)	\$ 4,454.67
(Pérdida) utilidad del ejercicio y antes de partidas extraordinarias	\$ (35,454.54)	\$ 4,454.67
(Pérdida) utilidad después de partidas extraordinarias	5,350.00	5,350.00
No. de acciones comunes en circulación	\$ 200	\$ 200
Valor nominal por acción		

Las notas que aparecen son parte integral de los Estados Financieros.

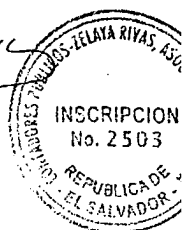
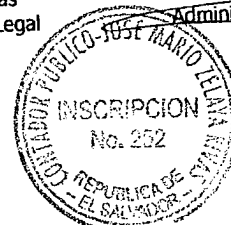
Lic. Melvin Balmore Cruz
Contador General

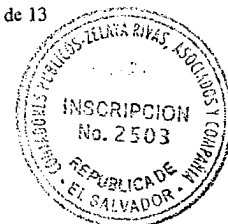


Ing. Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente General y Representante Legal

Zelaya Rivas Asociados y Cía.
(Reg. 2503) Auditores Externos

Lic. José Mario Zelaya Rivas
Administrador único





HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA

(Compañía salvadoreña empresa subsidiaria de Hencorp, Inc – nota - 1)

Estado de cambios en el patrimonio al 31 de diciembre de 2009 y 2008

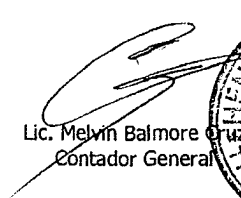

(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

	Capital	Reservas	Resultados Acumulados	Resultados del presente ejercicio	Total
Saldos al 2 de Julio de 2008	\$ 1,070,000.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 1,070,000.00
Resultados del Ejercicio	-	-	-	4,048.38	4,048.38
Aumento de reserva legal	-	406.29	-	-	406.29
Saldo al 31-12-2008	1,070,000.00	406.29	-	4,048.38	1,074,454.67
Traslado a resultados acumulados	-	-	4,048.38	(4,048.38)	-
Resultados del Ejercicio	-	-	-	(35,454.54)	(35,454.54)
Saldo al 31-12-2009	\$ 1,070,000.00	\$ 406.29	\$ 4,048.38	\$ (35,454.54)	\$ 1,039,000.13

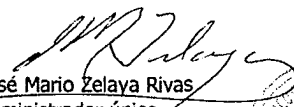
Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, el capital social de la Titularizadora, está representado por 5,350 acciones comunes y nominativas de \$ 200.00 dólares de los Estados Unidos de América cada una, las cuales se encuentran totalmente suscritas y pagadas.

Las notas que aparecen son parte integral de los Estados Financieros.

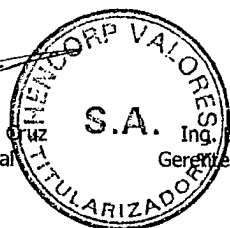
Zelaya Rivas Asociados y Cía.
(Reg. 2503) Auditores Externos

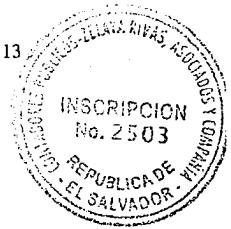



 Lic. Melvin Balmore Cruz Contador General Ing. Eduardo Arturo Alfaro Barillas Gerente General y Representante Legal



 Lic. José Mario Zelaya Rivas Administrador único



**HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA**

(Compañía salvadoreña empresa subsidiaria de Hencorp, Inc – nota - 1)

Estado de flujos de efectivo**Al 31 de diciembre de 2009 y 2008**

(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

	2009		2008
Flujo de Efectivo por Actividades de Operación			
Entrada de operaciones de inversión propia	\$ 11,592.62	\$	0.00
Entrada por intereses y dividendos	50,264.87		19,961.81
Menos:			
Pago por compra de inversión propia	(1,380.18)		(0.00)
Pago de remuneraciones y beneficios sociales	(47,014.67)		(8,558.03)
Pago de proveedores	(11,300.00)		(21,877.66)
Pago de impuestos y contribuciones	(4,580.35)		(11,045.74)
Otros pagos relativos a operación	(19,244.99)		(83,217.46)
(Disminución) de efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de operación	(21,662.70)		(104,737.08)
Flujo de Efectivo por Actividades de Inversión			
Otros ingresos relativos a inversión	17,231.83		0.00
Menos:			
Pagos por compra de inversiones financieras	(900,000.00)		0.00
Pagos por compra de inmuebles y equipos	(758.91)		(3,840.30)
(Disminución) de efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de inversión	(883,527.08)		(3,840.30)
Flujo de Efectivo por Actividades de Financiamiento			
Entrada por operaciones de reporto	800,000.00		0.00
Menos:			
Otros pagos en efectivo relativos a la actividad de financiamiento	(3,707.25)		(0.00)
Aumento de efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de financiamiento	796,292.75		0.00
(Disminución) neta de efectivo y equivalente de efectivo	(108,897.03)		(108,577.38)
Saldo efectivo y equivalente de efectivo al inicio del ejercicio	961,422.62		1,070,000.00
Saldo efectivo y equivalente de efectivo al finalizar el ejercicio	\$ 852,525.59	\$	961,422.62
Conciliación de resultado neto con el efectivo y equivalente de efectivo proveniente de las actividades de operación			
Resultados del ejercicio utilidad	\$ (35,454.54)	\$	4,454.67
Más:			
Ajuste al resultado del ejercicio:			
Depreciaciones y amortizaciones del período	25,295.39		2,482.57
Provisiones diversas del período	2,750.51		0.00
Otros	3,019.57		0.00
Menos:			
Cargos y abonos por cambios netos en el activo y pasivo			
Cuentas y documentos por cobrar	(7,584.05)		(13,996.95)
Cuentas y documentos por pagar	1,610.42		397.06
Otros activos	0.00		(122,501.35)
Impuesto y contribuciones por pagar	0.00		3,126.92
Proveedores	(11,300.00)		21,300.00
(Disminución) de efectivo y equivalente de efectivo provenientes de actividades de operación	\$ (21,662.70)	\$	(104,737.08)

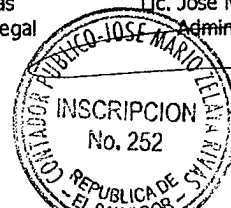
Las notas que aparecen son parte integral de los Estados Financieros.

Lic. Melvin Balmore Cruz
Contador General

Lic. Eduardo Arturo Alfaro Barillas
Gerente General y Representante Legal

Zelaya Rivas Asociados y Cia.
(Reg. 2503) Auditores Externos

Lic. José Mario Zelaya Rivas
Administrador único



**HENCORP VALORES S.A., TITULARIZADORA**

(Compañía salvadoreña empresa subsidiaria de Hencorp, Inc – nota - 1)

Notas a los estados financieros al 31 de diciembre de 2009 y 2008

(Expresados en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica nota-2)

NOTA 1 CONSTITUCIÓN E INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO PÚBLICO BURSÁTIL

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora de conformidad con el artículo ocho de la Ley de Titularización de Activos, presentó testimonio de escritura de constitución, fechada dos de junio de dos mil ocho ante los oficios del Notario Zygmunt Brett Sánchez para autorización de la Superintendencia de Valores, siendo aprobada en sesión de Consejo Directivo número CD-veinticuatro/dos mil ocho, de fecha veinticuatro de junio de dos mil ocho, siendo calificada favorablemente, realizando la escritura, se constituyó el dos de julio de dos mil ocho, ante los oficios notariales de Zygmunt Brett Sánchez e inscrita en el Registro de Comercio al Número 22 del libro No. 2347, del Registro de Sociedades del Folio 180 al Folio 199, Fecha de Inscripción, San Salvador dieciséis de julio de dos mil ocho. Autorizando el asiento en el Registro Público Bursátil en Consejo Directivo de la Superintendencia de Valores, en sesión No. CD-37/2008 de fecha 7 de octubre de 2008, siendo asentada en el Registro Especial de Titularizadoras de Activos, del Registro Público Bursátil que lleva la Superintendencia de Valores de conformidad al artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores y artículo 5 del Reglamento de la Ley del Mercado de Valores, en el Asiento Registral Único No. TA-0001-2008 de Fecha 13 de Octubre de 2008, cuya certificación No. SV0035-2008 de fecha 13 de octubre de 2008. La compañía es subsidiaria de Hencorp Inc., ya que está posee una participación del 77.50% del capital social, por tanto es controladora de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora.

NOTA 2 PRINCIPALES POLITICAS CONTABLES UTILIZADAS

A continuación se presenta un resumen de las principales políticas contables:

Normas Técnicas emitidas por la Superintendencia de Valores

Los estados financieros adjuntos han sido preparados por la Titularizadora de Activos con base a las Normas contables emitidas por la Superintendencia de Valores, las cuales prevalecen cuando existe conflicto con las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF 's (Nota 18).

Unidad Monetaria

La Ley de Integración Monetaria aprobada con fecha 30 de noviembre de 2000, establece que a partir del 1 de enero de 2001, el dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, será moneda de curso legal en El Salvador y que todas las transacciones que se realicen en el sistema financiero, se expresarán en dólares. Los libros de la Titularizadora de Activos se llevan en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica, representados por el símbolo \$ en los estados financieros adjuntos.

Principales políticas contables utilizadas**a. Período contable**

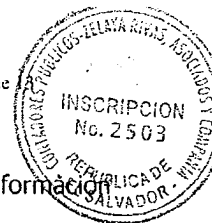
El período contable de los estados financieros es del 1 de enero al 31 de diciembre de cada año.

b. Bases de preparación y presentación de los Estados Financieros

Los estados financieros se preparan sobre la Base del Costo Histórico y su presentación de acuerdo con normativas emitidas por la Superintendencia de Valores.



- c. **Corrección monetaria**
Los reconocimientos monetarios por variaciones en los precios de los bienes se reconocen en el momento que se producen.
- d. **Bases de conversión**
Las operaciones en moneda, diferente del dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, se contabilizan al tipo de cambio vigente al cierre del período, no obstante al cierre del ejercicio la compañía no ha realizado transacciones monetarias diferentes al dólar estadounidense.
- e. **Propiedad, Planta y Equipo**
La propiedad, planta y equipo se registra a su valor de adquisición más todos los gastos necesarios para poner en buen funcionamiento el equipo adquirido. Actualmente la entidad únicamente tiene registrados bienes muebles.
- f. **Depreciación**
La depreciación de la propiedad, planta y equipo se realiza de la siguiente forma:
- Edificios 20 años
 - Equipo de Computo y Mobiliarios de Oficina 5 años
- La depreciación registrada al 31 de diciembre de 2009 y 2008, corresponde a bienes muebles.
- g. **Otros Activos Corrientes**
Los otros activos corrientes se registran en el momento de realizarse la transacción reflejándose a su valor transado.
- h. **Impuestos Diferidos e Impuestos Sobre la Renta**
De existir una diferencia significativa entre la base contable y la Ley de Impuesto Sobre la Renta, se realizará el cálculo del impuesto, de acuerdo con la Ley de Impuesto Sobre la renta, registrándose contablemente la diferencia temporaria.
- i. **Derechos sobre excedentes de patrimonios separados**
Los derechos sobre excedentes de patrimonios separados se determinan al momento de la constitución de los mismos.
- j. **Indemnización**
Las indemnizaciones de los empleados se hacen sobre la base del Código de Trabajo vigente.
- k. **Gastos de emisión y colocación de valores de deuda**
Los gastos de emisión y colocación de valores de deuda, se determinan de acuerdo al estudio realizado por las emisiones y colocaciones que se efectúen. Al cierre del ejercicio auditado, la compañía no ha efectuado operaciones de titularización.
- l. **Ingresos de explotación**
Los ingresos de explotación se registran sobre la base de lo devengado al momento de realizarse la transacción. Al cierre del ejercicio 2009 y 2008, la compañía no posee ingresos de explotación
- m. **Flujo de Efectivo**
Los flujos de efectivo de la compañía, se realizan a través de la cuenta de bancos, todas aquellas transacciones que no tengan relación con la cuenta, se concilian y presentan en el estado de flujo de efectivo.



- n. Otros criterios contables adoptados de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o exigidas por la Superintendencia de Valores.

De acuerdo con la normativa emitida por la Superintendencia de Valores, las licencias y programas computacionales se registran como activos intangibles y se amortizan en un período razonable de uso. La administración a definido una vida útil de 5 años.

NOTA 3 CAMBIOS CONTABLES

Durante el período no existieron cambios importantes.

NOTA 4 RIESGOS DERIVADOS DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Durante el período no se realizaron inversiones en instrumentos financieros.

NOTA 5 SALDOS Y TRANSACCIONES CON ENTIDADES RELACIONADAS

Al 31 de Diciembre de 2009 y 2008 no existen saldos a favor o en contra con entidades relacionadas.

NOTA 6 INVERSIONES FINANCIERAS Y PASIVOS FINANCIEROS NEGOCIABLES

Al 31 de diciembre de 2009, la compañía presenta inversiones financieras por US\$ 900,000, las cuales corresponden a la adquisición de cuatro LETES por valor de US\$ 225,000 cada una; de dicho monto se colocaron en la Casa de Corredores de Bolsa BURSABAC, S.A. de C.V. en forma de reportos US\$800,000.00, generando un pasivo financiero negociable, el cual se encuentra detallado como parte de los pasivos corrientes de la compañía, dichos reportos están en función de venta y re-compra en el mercado Bursátil.

NOTA 7 OTROS ACTIVOS CORRIENTES

Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, no se tienen activos corrientes diferentes de los mostrados en el balance general.

NOTA 8 ACTIVOS INTANGIBLES

Al 31 de diciembre de 2009 y 2008 el detalle de los activos intangibles es el que se muestra a continuación:

Movimiento de activos intangibles al 31 de diciembre de 2009

Descripción	Valor original	Valor amortización acumulada	Valor pendiente amortizar
Licencias servidor DELL power	\$ 2,102.56	\$ 595.68	\$ 1,506.88
Licencias office computadoras escritorio	242.65	60.60	182.05
Desarrollo sitio web	497.57	107.77	389.80
Sistema informático titularización (SIT)	40,000.00	8,666.71	31,333.29
Gastos organización	79,658.57	17,259.32	62,399.25
Total Activos Intangibles	\$ 122,501.35	\$ 26,690.08	\$95,811.27



Movimiento de activos intangibles al 31 de diciembre de 2008

Descripcion	Valor original	Valor amortizacion acumulada	Valor pendiente amortizar
Licencias servidor dell power	\$ 2,102.56	\$ 175.21	\$ 1,927.35
Licencias office computadoras escritorio	242.65	12.12	230.53
Desarrollo sitio web	497.57	8.29	489.28
Sistema informatico titularizacion (sit)	40,000.00	666.66	39,333.34
Gastos organización	79,658.57	1,327.64	78,330.93
Total equipo computo	\$ 122,501.35	\$ 2,189.92	\$ 120,311.43

NOTA 9 CUENTAS POR PAGAR
Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, el saldo de dicha cuenta el detalle se presenta a continuación:

	Al 31 de diciembre de	
	2009	2008
Retenciones por pagar	\$ 3,204.98	\$ 397.06
Impuestos retenidos	579.95	1,777.45
Provisiones por pagar	2,620.32	10,000.00
Acreedores varios	10,130.19	11,300.00
Total Cuentas por Pagar	\$ 16,535.44	\$ 23,474.51

NOTA 10 IMPUESTOS DIFERIDOS E IMPUESTO SOBRE LA RENTA
Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, el impuesto sobre la renta diferido asciende a US\$ 661.79 y el cálculo de impuesto de renta correspondiente al período 2008 asciende a US\$ 687.68. Al 31 de diciembre de 2009, no se tiene Impuesto Sobre la Renta. El cálculo para 2008 es el siguiente:

Activo		DIFERENCIA BASE		DIFERENCIA TEMPORARIA
		CONTABLE Y FISCAL CONTABLE	FISCAL	
	975,419.57	-	-	-
Activo corriente	200.00	-	-	-
Efectivo y sus equivalentes	961,222.62	-	-	-
Bancos e intermediarios financieros	3,232.19	-	-	-
Rendimientos por cobrar	10,764.76	-	-	-
Impuestos	123,859.08	-	-	-
Activo no corriente	3,840.30	292.65	292.65	-
Equipo de cómputo	(292.65)	-	-	-
Depreciación acumulada mobiliario y equipo	2,345.21	187.32	2,345.21	(2,157.89)
Licencias y concesiones	(187.32)	-	-	-
Amortización acumulada licencias y concesiones	40,000.00	666.67	666.67	-
Programas informáticos	(666.67)	-	-	-
Amortización acumulada programas informáticos	497.57	8.29	497.57	(489.28)
Sitios web	(8.29)	-	-	-
Amortización acumulada sitios web	79,658.57	1,327.64	1,327.64	-
Otros intangibles (gastos organización)	(1,327.64)	-	-	-
Amortización acumulada otros intangibles				(2,647.17)
Total activo	1,099,278.65			
Pasivo	24,162.19			
Pasivo corriente	23,474.51			
Cuentas por pagar	687.68			
Impuestos por pagar	661.79			
Pasivo no corriente	661.79			
Impuesto sobre la renta diferido	1,070,000.00			
Patrimonio	1,070,000.00			
Capital	406.29			
Capital suscrito mínimo pagado	406.29			
Reservas de capital	4,048.38			
Reservas de capital	4,048.38			
Resultados				
Resultados del presente ejercicio	1,099,278.65			
Total pasivo y patrimonio	1,099,278.65			



Cálculo de impuesto Sobre la Renta según resultados e Impuesto Sobre la Renta Diferido al 31 de diciembre de 2008

		Calculo Impuesto	Diferencia Temporal	Impuesto a Pagar
Resultados al 31 de diciembre 2008	5,804.14	1,451.04	-	1,451.04
Menos:				
Reserva legal	406.29	(101.57)	-	(101.57)
Amortización acumulada licencias y concesiones	2,157.89	-	(539.47)	(539.47)
Amortización acumulada sitio WEB	489.28	-	(122.32)	(122.32)
<i>Utilidad fiscal sujeta de impuesto de renta</i>	2,750.68			
Impuesto sobre la renta	687.67			
Conciliación impuesto renta y calculo ISR diferido		1,349.47	-661.79	687.67

NOTA 11 CAPITAL SOCIAL

Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, el Capital Social asciende a US\$ 1,070,000 encontrándose íntegramente suscrito y pagado, siendo la composición accionaria del mismo la siguiente:

ACCIONISTA	No. Acciones	Porcentaje Participación
Hencorp, Inc.	4,146	77.50%
FHH Corp	337	6.30%
OLS Holdings, Inc	134	2.50%
Roche Holdings, Inc	134	2.50%
Stesch Investments, Inc	16	0.30%
Eduardo Arturo Alfaro Barillas	535	10.00%
Guillermo Acosta	16	0.30%
María Mercedes López Calleja	16	0.30%
Albert Scalla	16	0.30%
Total	5,350	100.00%

La sociedad posee como accionista controlador a Hencorp Becstone, Inc. con 4,146 acciones que ascienden a US\$829,200.00 siendo la participación del 77.50% del total del capital; lo cual fue informado a la Superintendencia de Valores oportunamente para la constitución de la sociedad.

Durante el período 2009 y 2008 no se tuvieron incumplimientos al nivel mínimo del patrimonio.

NOTA 12 CONTINGENCIAS

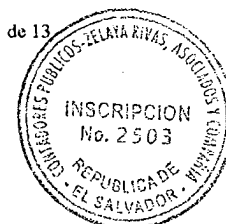
Al 31 de diciembre de 2009 y 2008 no se tienen pasivos contingentes.

NOTA 13 CAUCIONES OBTENIDAS DE TERCEROS

Al 31 de diciembre de 2009 y 2008 no se tienen cauciones obtenidas de terceros.

NOTA 14 SANCIONES

Durante el período 2009 y 2008, no se tuvieron sanciones por incumplimiento de parte de la Superintendencia de Valores.



NOTA 15 HECHOS POSTERIORES Y OTRAS REVELACIONES IMPORTANTES

Durante el período se tienen los siguientes hechos relevantes:

- a. Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, la Junta Directiva vigente está conformada por:

Nombre del administrador	Cargo
Raúl Henríquez Marroquín	Director Presidente
Víctor Manuel Henríquez Martínez	Director Vicepresidente
Eduardo Arturo Alfaro Barillas	Director Secretario
Felipe Holguín	Primer Director Suplente
Rafael Antonio Mejía Moreno	Segundo Director Suplente
José Miguel Valencia Artiga	Tercer Director Suplente

- b. Durante el período 2008 se dieron los siguientes cambios en la propiedad accionaria:
Con fecha 21 de octubre de 2008 Hencorp, Inc, traspasó un monto de US\$ 124,200.00 siendo la cantidad de 621 acciones, a los siguientes inversionistas:

Accionistas	Monto	No. Acciones
FHH Corp	\$ 67,400	337
OLS Holdings, Inc	26,800	134
Roche Holdings, Inc	26,800	134
Stesch Investments, Inc	3,200	16
TOTAL	\$ 124,200	621

Los traspasos efectuados fueron informados a la Superintendencia de Valores con fecha 22 de octubre de 2008.

- c. Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, la compañía no ha registrado transacciones por concepto de Administración de Fondos de Titularización de Activos.

NOTA 16 APROBACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

Según acta número 8 de Junta Directiva, celebrada el 11 de enero de 2010, se aprobaron los Estados Financieros de la compañía con sus anexos al 31 de diciembre de 2009; acordando asimismo celebrar la Asamblea General de Accionistas el día 29 de enero de 2010.

Según acta número 5 de Junta Directiva, celebrada el 9 de enero de 2009, se aprobaron los Estados Financieros de la compañía con sus anexos al 31 de diciembre de 2008; acordando asimismo celebrar la Asamblea General de Accionistas el día 28 de enero de 2009.

NOTA 17 LITIGIOS PENDIENTES

Al 31 de diciembre de 2009 y 2008, no tenemos conocimiento si existen litigios judiciales ó administrativos pendientes que pudieran afectar materialmente el patrimonio de la compañía.

NOTA 18 DIFERENCIAS SIGNIFICATIVAS ENTRE NORMAS INTERNACIONALES DE INFORMACIÓN FINANCIERA (NIIF's) Y LAS NORMAS CONTABLES EMITIDAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES.

A la fecha de cierre 2009 y 2008, la sociedad titularizadora no ha administrado fondos de titularización, por lo que la administración de dicha empresa no ha identificado inicialmente diferencias importantes entre las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF's y las Normas Contables emitidas por la Superintendencia de Valores.

Hencorp Valores, S.A. Titularizadora
Estados Financieros
Noviembre 2010

HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA**BALANCE GENERAL AL 30 DE NOVIEMBRE DE 2010**

1	ACTIVO		1,079,195.31
11	ACTIVO CORRIENTE		992,322.03
110	EFFECTIVO Y SUS EQUIVALENTES	200.00	
111	BANCOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	836,811.97	
112	DISPONIBLE RESTRINGIDO	10,000.00	
114	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	129,793.39	
115	CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	1,350.00	
117	RENDIMIENTOS POR COBRAR	283.01	
118	IMPUESTOS	13,883.66	
12	ACTIVO NO CORRIENTE		86,873.28
121	MUEBLES	3,312.09	
125	ACTIVOS INTANGIBLES	83,561.19	
	TOTAL ACTIVO		<u>1,079,195.31</u>
2	PASIVO		15,570.50
21	PASIVO CORRIENTE		14,908.71
213	CUENTAS POR PAGAR	14,908.71	
22	PASIVO NO CORRIENTE		661.79
222	IMPUESTO SOBRE LA RENTA DIFERIDO	661.79	
3	PATRIMONIO		1,063,624.81
31	CAPITAL		1,070,000.00
310	CAPITAL SOCIAL	1,070,000.00	
32	RESERVAS DE CAPITAL		406.29
320	RESERVAS DE CAPITAL	406.29	
34	RESULTADOS		-6,781.48
340	RESULTADOS ACUMULADOS DE EJERCICIOS	-31,406.16	
341	RESULTADOS DEL PRESENTE PERIODO	24,624.68	
	TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO		<u>1,079,195.31</u>

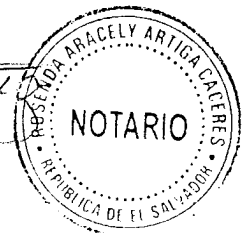
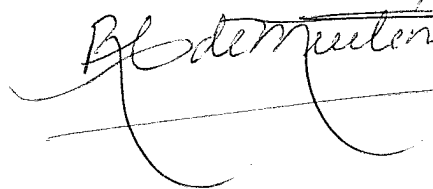
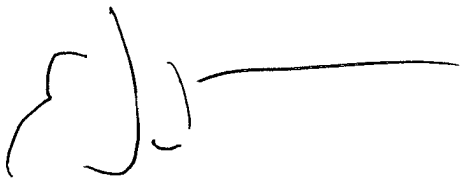
HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA**ESTADO DE RESULTADOS DEL 1 DE ENERO AL 30 DE NOVIEMBRE DE 2010**

5	INGRESOS		118,724.92
51	INGRESOS POR EXPLOTACION		83,818.50
510	INGRESOS POR TITULARIZACION DE ACTIVOS	18,818.50	
512	INGRESOS DIVERSOS	65,000.00	
52	INGRESOS FINANCIEROS		34,906.42
521	INGRESOS POR INVERSIONES FINANCIERAS	7,736.24	
522	INGRESOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	27,170.18	
4	EGRESOS		94,100.24
41	COSTOS DE EXPLOTACION		91,369.21
410	GASTOS DE OPERACIÓN POR TITULARIZACION DE ACTIVOS	170.00	
411	GASTOS GENERALES DE ADMON Y PERSONAL DE OPERAC DE TITULARIZADORA	78,488.83	
412	GASTOS POR DEPRECIACIONES, AMORTIZACIONES Y DETERIORO	12,710.38	
42	GASTOS FINANCIEROS		2,731.03
423	GASTOS POR CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR (REPORTO)	2,731.03	
	PERDIDA NETA		24,624.68

Anexo 5

Declaración Jurada – Veracidad de la Información

En la ciudad de San Salvador, a las once horas y treinta minutos del día veinte de diciembre de dos mil diez.- Ante mí, Rosenda Aracely Artiga Caceres, Notario, de este domicilio, comparece EDUARDO ARTURO ALFARO BARILLAS, Ingeniero Mecánico, de cuarenta y dos años de edad años de edad, con domicilio en el municipio de San Salvador, departamento de San Salvador, a quien conozco, portador de su Documento Único de Identidad número cero cero cuatrocientos veinte mil novecientos cincuenta-nueve, con Número de Identificación Tributaria cero seiscientos catorce- cero ochenta y un mil ciento sesenta y ocho- cero cero tres- seis, quien actúa en nombre y representación en su calidad de Secretario de la Junta Directiva y por lo tanto Representante Legal de la sociedad HENCORP VALORES, SOCIEDAD ANÓNIMA, TITULARIZADORA, que puede abreviarse HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA, con Número de Identificación Tributaria cero seiscientos catorce- cero veinte mil setecientos ocho- ciento uno- siete; sociedad que actúa en carácter de administradora del Fondo de Titularización denominado "FONDO DE TITULARIZACIÓN – HENCORP VALORES – ALCALDIA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR CERO UNO" cuya personería al final de este instrumento relacionaré, **Bajo Juramento Declara: Que la información proporcionada para fines del registro de la emisión de Valores de Titularización Hencorp Valores Asociación Liceo Francés 01 es veraz y refleja la situación financiera real de la Sociedad Titularizadora que represento y el Fondo de Titularización Hencorp Valores Asociación Liceo Francés 01 administrado por mi representada.** EL SUSCRITO NOTARIO DOY FE: de ser legítima y suficiente la personería con la que actúa el comparecientes por haber tenido a la vista: 1) Testimonio de la Escritura Pública de Constitución de la sociedad HENCORP VALORES, SOCIEDAD ANÓNIMA, TITULARIZADORA, otorgada ante los oficios del notario Zygmunt Brett Sánchez, a las ocho horas y diez minutos del día dos de julio de dos mil ocho, en la cual consta la calificación favorable correspondiente otorgada por el Superintendente de Valores el día tres de julio de dos mil ocho y que el día dieciséis de julio de dos mil ocho fue debidamente inscrita en el Registro de Comercio al número veintidós del Libro número dos mil trescientos cuarenta y siete del Registro de Sociedades. En esta escritura consta: Que la administración de la sociedad estará confiada a una Junta Directiva integrada por tres Directores propietarios y tres suplentes, quienes durarán en sus funciones cinco años; que la representación judicial y extrajudicial y el uso de la firma social les corresponden al Director Presidente y al Director Secretario de la Junta Directiva, conjunta o separadamente, quienes tienen facultades suficientes para realizar actos como el presente; y que el compareciente fue electo como Director Secretario de la primera Junta Directiva; 2) Que según consta en el Contrato de Titularización otorgado el día catorce de diciembre de dos mil diez, ante los oficios del notario Rafael Eduardo González Toledo, en el que consta que la Hencorp Valores, S.A. Titularizadora ejerce como administradora del FONDO DE TITULARIZACIÓN – HENCORP VALORES – ALCALDIA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR CERO UNO. Así se expreso el compareciente a quien explique los efectos legales de la presente Acta Notarial la cual consta de una y leído que le fue por mi todo lo escrito en su solo acto sin interrupción, manifestó conformidad, ratifico su contenido y firmamos. DOY FE.



Anexo 6

Estados Financieros Proyectados del Fondo de Titularización - Hencorp Valores - Alcaldía Municipal de San Salvador 01 (FTHVAMS01) y su Base de Proyección

1.0 Introducción

A continuación describiremos los supuestos de los Estados Financieros Proyectados del FTHVAMS01. Iniciaremos tratando el tema de los ingresos, luego sobre la emisión y sus características esenciales así como los gastos y costos de la estructura. Finalmente trataremos sobre los mecanismos de cobertura del mismo. El Flujo de Efectivo Proyectado es el resultado de la integración de todos los supuestos. **Es de relevancia exponer que las proyecciones a presentar son para el escenario de máximo estrés, es decir que las cifras proyectadas valoran el remoto caso que el Fondo de Titularización tenga que pagar, a los tenedores de valores, la tasa de 7% por los 120 meses que comprende el plazo de la emisión.**

2.0 Ingresos

Los ingresos del Fondo de Titularización provendrán de la cesión a título oneroso que le hace la Alcaldía Municipal de San Salvador de los derechos sobre una porción los derechos sobre los primeros flujos futuros de todos los ingresos que perciba la Alcaldía de cada mes a, a partir del día uno de cada mes, en total equivalentes a US\$ 36,000,000.00 pagaderos en 120 cesiones iguales y consecutivas de US\$ 300,000.00. Los derechos sobre flujos futuros de una porción de todos los ingresos que se han cedido comprenden los ingresos de: a) El producto de los impuestos, tasas y contribuciones municipales; b) 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; c) Los intereses producidos por cualquier clase de crédito municipal y recargos que se impongan; d) El producto de la administración de los servicios públicos municipales; e) Las rentas de todo género que el municipio obtenga de las instituciones municipales autónomas y de las empresas mercantiles en que participe o que sean de su propiedad; f) Los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género; g) Las subvenciones, donaciones y legados que reciba; h) El producto de los contratos que celebre; i) 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; j) Las contribuciones y derechos especiales previstos en otras leyes; k) El producto de los empréstitos, préstamos y demás operaciones de crédito que obtenga; l) El precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles municipales que efectuare; m) Los aportes especiales o extraordinarios que le acuerden organismos estatales o autónomos; n) Cualquiera otra que determinen las leyes, reglamentos u ordenanzas. Se exceptúan las transferencias relacionadas con el Fondo para El Desarrollo Económico y Social de los Municipios.

Adicionalmente, el fondo obtendrá ingresos por la administración de flujos de tesorería. El modelo supone que la tasa de reinversión de estos flujos de tesorería será equivalente a TIBP180 (que es la tasa de referencia empleada en el modelo para el pago de las obligaciones) que para el modelo es de un valor de 2.66% anual. Estos flujos estarán conformados por los saldos de la cuenta restringida y discrecional del fondo.

3.0 Valores de Titularización – Títulos de Deuda

Se supondrá que los valores emitidos por el Fondo de Titularización tendrán las siguientes características:

Denominación del Tramo	Monto del Tramo	Plazo de la Emisión	Tasa a Pagar
Tramo 1	US\$ 14,570,500.00	120 meses	7%
Tramo 2	US\$ 6,244,500.00	60 meses	7%

El fondo incurrirá en los siguientes desembolsos dado la emisión de títulos valores:

Desembolsos de la Emisión	
Capital	Tramo 1: US\$ 52,037.50 en los primero 60 meses y US\$ 190,804.37 del mes 61 al vencimiento. Tramo 2: US\$ 104,075.00 durante la vigencia de la emisión.
Interés	7% de los saldos de capital mensualmente.

4.0 Costos y Gastos

Los costos y gastos proyectados en los que incurrirá el Fondo de Titularización (F.T.) se detallan a continuación:

Costos Iniciales Variables (de Acuerdo al monto a colocar)	
Casa Corredora (Mercado Primario)	0.100%
Bolsa de Valores (Mercado Primario)	0.125%
CEDEVAL (Comisión por Deposito)	0.030%
CEDEVAL (Comisión por Transferencia)	0.001%
Registro Emisión en Registro Público Bursatil	0.020%
Costos Iniciales Fijos	
Inscripción Emisión en BVES	\$ 250
Presentación de Inscripciones a BVES- Casa Corredora	\$ 1,000
Legales	\$ 5,000
Papelería	\$ 2,000
Comercialización	\$ 3,000
Costos Periódicos Fijos	
Clasificación de riesgos	\$30,500
Perito Valuador	\$10,000
Inscripción/Renovación BVES	\$ 575
Auditor Externo	\$ 2,800
Representante de los Tenedores	\$10,000
Publicaciones	\$ 3,000
Comisiones Hencorp Valores	
Comisión por administración HV Mensual (Sobre el saldo de la Emisión)	0.50%
Comisión por estructuración HV (Sobre el Monto de la Emisión)	0.75%

5.0 Otras Consideraciones

5.1 Prelación en Pagos

Todo pago se hará por la Sociedad Titularizadora con cargo al Fondo de Titularización a través de la cuenta bancaria denominada Cuenta Discrecional en el siguiente orden: primero, se abona la cuenta bancaria denominada Cuenta Restringida con su saldo mínimo de una cuota de pago de intereses y principal únicamente cuando esto haga falta con el objeto de prever el próximo pago de intereses y capital al inversionista; segundo, obligaciones a favor de Tenedores de Valores; tercero, comisiones a la Sociedad Titularizadora; cuarto, saldo de costos y gastos adeudados a terceros; quinto, el pago de deuda tributaria; sexto, cualquier remanente se devolverá al Originador. En el evento de liquidación del Fondo de Titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el Art. 70 de la Ley de Titularización de

Activos: En primer lugar, el pago de Deuda Tributaria. En segundo lugar, se le pagaran las obligaciones a favor de Tenedores de Valores. En tercer lugar, se imputara otros saldos adeudados a terceros. En cuarto lugar, se pagara las Comisiones a la Titularizadora.

5.2 Remanentes de Efectivo en la Cuenta Discrecional

Siempre y cuando exista remantes que se generen durante el proceso de titularización serán mantenidos en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización hasta que estos se entreguen mensualmente al originador siempre y cuando no exista un evento de incumplimiento de las obligaciones establecidas en este instrumento.

5.3 Respaldos Adicionales

Formará parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida de HENCORP Valores, S.A. Titularizadora, para el FTHVASS01, la que será administrada por HENCORP Valores S.A. Titularizadora. Este respaldo no deberá ser menor a dos cuotas del próximo pago de capital e interés de la emisión.

6.0 Estados Financieros Proyectados del Fondo de Titularización

HENCORP VALORES, S.A., Titularizadora										
FONDO DE TITULARIZACION HENCORP ALCALDIA MUNICIPAL DE SAN SALVADOR 01										
Modelo generacion de escenarios titularizacion										
Hoja de resultados de corrida										
Estado de resultados Fondo de Titularizacion										
(Cifras en US\$)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Amortizacion de Pasivo Diferido	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000
Rendimiento tesoreria	15,545	15,298	15,030	14,758	14,567	15,102	14,774	14,446	14,116	12,791
TOTAL INGRESOS	1,615,545	1,615,298	1,615,030	1,614,758	1,614,567	1,615,102	1,614,774	1,614,446	1,614,116	1,612,791
Intereses de la Emisión a Tasa del 7%	1,396,947	1,265,812	1,134,678	1,003,543	872,409	727,918	567,642	407,367	247,091	86,816
Gastos/costos emision	119,845	56,875	56,875	56,875	56,875	59,275	59,275	56,875	56,875	56,875
Comisiones HV	255,114	89,635	80,268	70,901	61,534	51,040	39,592	28,144	16,695	5,247
Amortizacion intangible por flujos futuros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL EGRESOS	1,771,905	1,412,322	1,271,821	1,131,319	990,818	838,233	666,509	492,386	320,662	148,938
Superavit	(156,361)	202,976	343,210	483,438	623,749	776,869	948,265	1,122,060	1,293,454	1,463,853
Superavit Acumulado	(156,361)	46,615	389,825	873,263	1,497,011	2,273,881	3,222,146	4,344,206	5,637,660	7,101,513
Flujo de caja Fondo de Titularizacion										
(Cifras en US\$)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Recuperación de Flujos Adquiridos	3,600,000	3,600,000	3,600,000	3,600,000	3,600,000	3,600,000	3,600,000	3,600,000	3,600,000	3,600,000
Ingresos por emision de titulos	20,815,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rendimientos sobre liquidez	15,545	15,298	15,030	14,758	14,567	15,102	14,774	14,446	14,116	12,791
TOTAL INGRESOS	24,430,545	3,615,298	3,615,030	3,614,758	3,614,567	3,615,102	3,614,774	3,614,446	3,614,116	3,612,791
(-) Costos y gastos administrativos y por emision	374,959	146,510	137,143	127,776	118,409	110,315	98,867	85,019	73,570	62,122
(-) Intereses emision	1,396,947	1,265,812	1,134,678	1,003,543	872,409	727,918	567,642	407,367	247,091	86,816
(-) Principal emision	1,873,350	1,873,350	1,873,350	1,873,350	1,873,350	2,289,650	2,289,650	2,289,650	2,289,650	2,289,650
(-) Aportes cuenta restringida	552,335	0	0	0	65,538	0	0	0	0	0
(+) Retiros de cuenta restringida	20,034	21,856	21,856	21,856	18,213	26,713	26,713	26,713	26,713	407,208
(-) Entrega de fondos al originador	20,200,000	352,000	492,000	631,000	704,000	513,000	686,000	859,000	1,030,000	1,634,513
TOTAL EGRESOS NETOS	24,377,556	3,615,816	3,615,315	3,613,814	3,615,493	3,614,170	3,615,447	3,614,323	3,613,599	3,665,894
Flujo del periodo	52,989	(518)	(285)	944	(927)	932	(672)	123	517	(53,102)
Saldo final caja discrecional	52,989	52,471	52,186	53,130	52,203	53,135	52,463	52,585	53,102	0
Balance General Fondo de Titularizacion										
(Cifras en US\$)	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019
Caja discrecional	52,989	52,471	52,186	53,130	52,203	53,135	52,463	52,585	53,102	0
Cuenta restringida	532,300	510,445	488,589	466,733	514,058	487,346	460,633	433,920	407,208	0
Flujos Futuros por Recibir	32,400,000	28,800,000	25,200,000	21,600,000	18,000,000	14,400,000	10,800,000	7,200,000	3,600,000	0
TOTAL ACTIVO	32,985,289	29,362,915	25,740,775	22,119,863	18,566,261	14,940,481	11,313,096	7,686,506	4,060,310	0
Emision por pagar	18,941,650	17,068,300	15,194,950	13,321,600	11,448,250	9,158,600	6,868,950	4,579,300	2,289,650	0
Ingreso Diferido	14,400,000	12,800,000	11,200,000	9,600,000	8,000,000	6,400,000	4,800,000	3,200,000	1,600,000	(0)
TOTAL PASIVO	33,341,650	29,868,300	26,394,950	22,921,600	19,448,250	15,558,600	11,668,950	7,779,300	3,889,650	(0)
Superavit	(156,361)	46,615	389,825	873,263	1,497,011	2,273,881	3,222,146	4,344,206	5,637,660	7,101,513
(-) Excesos de fondos devueltos a originador	(200,000)	(552,000)	(1,044,000)	(1,675,000)	(2,379,000)	(2,892,000)	(3,578,000)	(4,437,000)	(5,467,000)	(7,101,513)
TOTAL PASIVO Y SUPERAVIT	32,985,289	29,362,915	25,740,775	22,119,863	18,566,261	14,940,481	11,313,096	7,686,506	4,060,310	(0)

Anexo 7

Figuroa Jiménez & Co., S.A.
BDO El Salvador

**METODOLOGÍA
DE VALUACIÓN
DE ACTIVOS
FINANCIEROS A
TRANSFERIRSE A
UN FONDO DE
TITULARIZACIÓN**

METODOLOGÍA DE VALUACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS A TRANSFERIRSE A UN FONDO DE TITULARIZACIÓN

CONTENIDO

Nº	Descripción	Pág
1	<i>ALCANCE Y APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA</i>	1
2	<i>NORMATIVA LOCAL</i>	2
3	INTRODUCCIÓN	3
4	PLANTEAMIENTO METODOLÓGICO	6
	<ul style="list-style-type: none">- Metodología del Calce de Flujo de Efectivo del Fondo de Titularización- Condición de Evaluación de la Metodología- Desglose de Cuentas de Ingresos y Egresos del Flujo de Efectivo del Fondo de Titularización	
5	CONCLUSIÓN	12

1. ALCANCE Y APLICACIÓN

La presente "Metodología de Valuación de Activos a ser Transferidos a un Fondo de Titularización" (la "Metodología") establece, a partir de criterios técnicos matemático financieros, la determinación del Valor Razonable de Activos Financieros cuya naturaleza específica y exclusivamente corresponda a Derechos sobre Flujos Financieros Futuros, para su aplicación en la valuación que se haga de los mismos previo a su traslado a un Fondo de Titularización.

El alcance de la presente Metodología se limita por tanto a la situación en que los activos a cederse al Fondo de Titularización correspondan a la naturaleza de Derechos Sobre Flujos Financieros Futuros. Los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros constituyen activos susceptibles de titularización (o de ser titularizados, que es lo mismo). Se entenderá por "Flujos Financieros Futuros", aquellos que a la fecha de iniciar el proceso de titularización no existen pero que se tiene la expectativa razonable y fundamentada de que existan en el futuro de forma periódica y determinable; por corresponder a derechos adquiridos legal o contractualmente y que dan origen a flujos de pago o recaudación en favor del Originador.

Por Valor Razonable se comprende el importe por el que se puede intercambiar determinado valor o activo financiero, entre un comprador y un vendedor informados, o cancelar una obligación entre un deudor y un acreedor con suficiente información, que realizan una transacción libre entre partes independientes, actuando en condiciones de mercado. Se supone, en todo caso, que se cumple el principio de negocio en marcha para las dos partes que participan en la transacción.

La Valuación de Activos comprende a su vez la aplicación de criterios técnicos a los activos por parte de un Perito Valuador para la determinación de un valor razonable.

Un Perito Valuador es aquella persona natural o jurídica facultada para efectuar el valúo de los activos conforme a lo establecido en la Ley de Titularización y las Normas Técnicas de aplicación general para la valuación de activos emitidas por la Superintendencia que resultaren aplicables.

El modelo financiero sobre el que se lleva adelante este análisis se evalúa para la situación límite en que la tasa de interés que se paga a los Inversionistas como rendimiento (por su inversión en los Valores de Titularización emitidos con cargo al Fondo de Titularización) es la tasa máxima indicada en las características de la emisión, y que se mantiene así durante todo el plazo de vigencia de la emisión. Por ende, se utiliza una situación excepcional que permite ilustrar (tomar en consideración) las circunstancias límite para la operación del Fondo de Titularización.

2. NORMATIVA LOCAL APLICABLE

- Ley de Titularización de Activos (LTA), Decreto N° 470, Publicado en el Diario Oficial N° 32, Tomo N° 377
- RCTG-15/2010, Normas para la valuación de activos susceptibles de titularización y de activos que integren un fondo de titularización, Aprobada en CD-9 del 25 de mayo de 2010
- RCTG-10/2010, Reconocimiento y calificación de peritos valuadores de activos para procesos de titularización, Aprobada en CD-8 del 29 de abril de 2010
- RCTG-11/2009, Norma para la determinación de los requisitos y características mínimas que deben poseer los activos susceptibles de titularización, Aprobada en CD-32 del 26 de noviembre de 2009

3. INTRODUCCIÓN

La "Metodología" parte de los siguientes antecedentes, mismos que conllevan la justificación de por qué definir y utilizar un procedimiento técnico para la valuación a valor razonable de los activos que integrarán un Fondo de Titularización:

- ... El Art. 51 de la Ley de Titularización de Activos, establece que previo a la enajenación de activos por parte del Originador hacia un Fondo de Titularización, los activos deberán ser sometidos al dictamen de un perito valuador calificado por la Superintendencia de Valores, así mismo, como se refiere el considerando anterior, cuando se trata de activos inmobiliarios, el dictamen deberá ser emitido por un perito inscrito en la Superintendencia del Sistema Financiero o en otro registro reconocido por la Superintendencia de Valores, incluyendo el Registro Público Bursátil.
- ... En los literales b) y g) del Art. 93 de la Ley de Titularización de Activos, facultan a la Superintendencia de Valores para emitir Normas Técnicas de aplicación general para la valuación de activos que participen en un proceso de Titularización y para cualquier otro aspecto que se considere necesario para la operatividad de los procesos de titularización y para el sano desarrollo del mercado de valores.
- ... Respecto a las Normas Técnicas de aplicación general para la valuación de activos que participen en un proceso de Titularización emitidas por la Superintendencia de Valores se obtuvo opinión favorable de la Superintendencia del Sistema Financiero sobre la valuación de activos y constitución de reservas, conforme lo dispuesto por el Art. 93 literal b) de la Ley de Titularización de Activos.
- ... En la RCTG-10/2010, Reconocimiento y calificación de peritos valuadores de activos para procesos de titularización, en el Art. 10, se establece que un perito podrá participar en la realización del valúo de otros activos financieros distintos a los valores negociables en Bolsa para lo cual deberá ser calificado previamente por la Superintendencia de Valores. Este mismo antecedente se establece en el Art. 9 de la RCTG-15/2010, Normas para la valuación de activos susceptibles de titularización y de activos que integren un fondo de titularización
- ... En la RCTG-15/2010, Normas para la valuación de activos susceptibles de titularización y de activos que integren un fondo de titularización, en el Art. 12 se establece que en el informe de valuación de activos financieros susceptibles de titularización, el perito valuador deberá describir los principios, técnicas y métodos utilizados para la valuación de activos financieros que conformarán el Fondo... Si no se hicieren cambios en el método de valuación, esta información podrá presentarse por una sola vez, debiendo adicionar un resumen de la valuación en subsecuentes informes de valuación.
- ... En el Art. 13 de la norma citada en el párrafo anterior se establece que la metodología que se utilice para el cálculo del valor razonable de los activos financieros susceptibles de titularización, deberá considerar como valor razonable para fondos a constituirse por activos financieros diferentes a valores negociables en Bolsa, el que se determine mediante métodos financieros de valuación de activos. En todo caso, el perito deberá evaluar la razonabilidad de los supuestos que han sido considerados para establecer los flujos futuros de los activos subyacentes a titularizar.

4. METODOLOGÍA DEL CALCE DE FLUJO DE EFECTIVO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Hipótesis

Tomando en consideración los antecedentes previamente expuestos, se establece la siguiente hipótesis:

El Valor Razonable por la Cesión de los Derechos Sobre Flujos Financieros Futuros que se le pague a título oneroso a un Originador, de forma previa a que estos Derechos pasen a integrar un Fondo de Titularización, es aquél que al ser considerado dentro del Flujo de Efectivo del Fondo de Titularización, en condiciones de mercado, permite calzar los flujos de ingresos y egresos del Fondo de Titularización para todos los períodos del plazo durante el plazo de la emisión, esto es, que el Saldo Final de la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización (que es la que administra el efectivo) para ninguno de los períodos será menor que cero.

Esto es, el Valor Razonable por la Cesión de los Derechos Sobre Flujos Financieros Futuros que se reconozca al Originador es aquél que considerado dentro de los egresos del Fondo de Titularización, dadas como constantes y bajo condición de mercado tanto el rendimiento a los Inversionistas por los Valores de Titularización, así como también las remuneraciones, que se pague a los proveedores del Fondo de Titularización.

Supuestos

- i) La Cesión de derechos sobre flujos financieros futuros supone una “venta verdadera” de activos de parte del Originador. Como tal, dicha venta deberá realizarse a condiciones de mercado para evitar que con este mecanismo se favorezca o desfavorezca la situación patrimonial del Originador y que esto repercuta, directa o indirectamente, en el cumplimiento de sus obligaciones fiscales
- ii) Es necesaria por tanto la valuación razonable de los activos que serán transferidos del Originador al Fondo de Titularización para evitar que el precio de venta de los Derechos sobre los Activos Generadores de Flujos Futuros (DAGFF) promueva una evasión de las obligaciones fiscales del Originador aprovechándose del proceso de cesión que esté llevando adelante.
- iii) Por otra parte, y como se explicó en el alcance de la presente metodología, la valuación de los DAGFF no puede corresponder a una cifra específica con dos dígitos de precisión, pues la valoración de los activos de la empresa (incluyendo los DAGFF) fluctúa en correspondencia con las fluctuaciones que ponen los entornos económico, financiero y bursátil de la empresa. Por tanto, al hablar de valoración de los DAGFF que cede el Originador haremos referencia a un Valor Razonable de éstos y no a una cifra específica.

La siguiente ilustración establece los principales componente de un proceso de titularización, en los que se evidencia la relación que guarda el Valor Razonable de los Derechos Sobre Activos Generadores de Flujos Futuros (DAGFF):

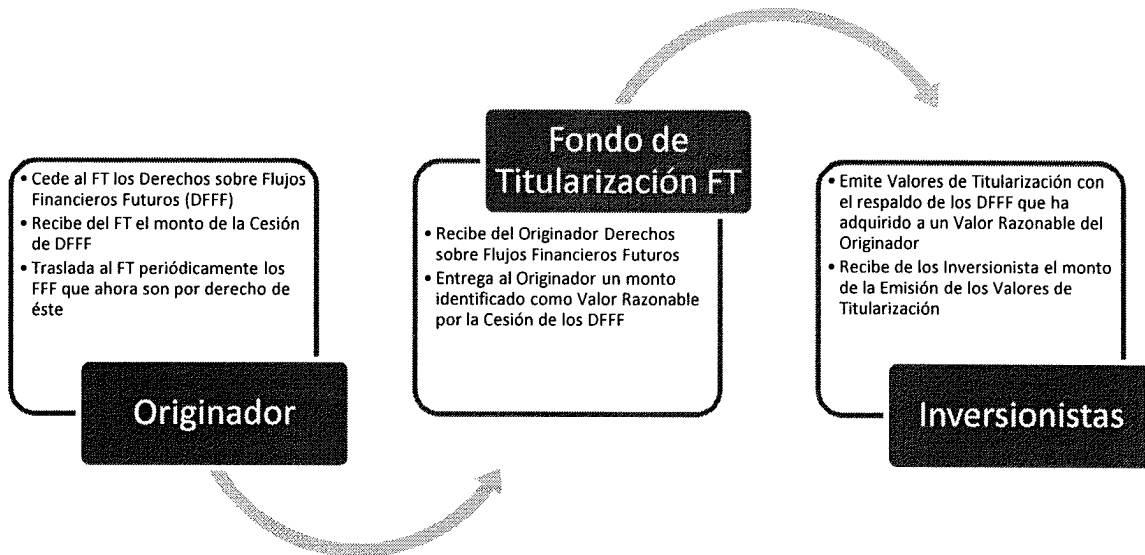


Figura 1.

Ilustración de Proceso de Titularización: Traslado de Derechos de Flujos Financieros Futuros a un F.T.

$$\text{Originador} | \text{DFFF} = \text{Fondo de Titularización} | \text{V.T.} - \text{Fondo de Titularización} | \text{Costos \& Gastos}$$

Figura 2.

Balance de Titularización: Los Derechos de Flujos Financieros Futuros sustentan el pago de la emisión y la operación del F.T.

Donde:

Valor Razonable por Cesión de los Derechos sobre Flujos Financieros Futuros (DFFF)	Monto acordado reciba el Originador y entregue la Sociedad Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización correspondiente, en virtud de la cesión de los derechos sobre los flujos financieros futuros que la primera otorga a la segunda, según aparece indicado en el Contrato de Cesión en que comparecen ambas partes
Valores de Titularización	Emisión de títulos valores que realiza la Sociedad Titularizadora, con cargo al Fondo de Titularización correspondiente, a coloca través de la Bolsa de Valores, para la compra por parte de Inversionistas debidamente informados. El monto recibido de los Inversionistas por la emisión le dará derecho a éstos a recibir, en el plazo estipulado, el pago del principal de su inversión más los intereses acordados en condiciones de mercado. Los valores de titularización a emitir se estipulan por el Representante de los Tenedores de Valores y la Sociedad Titularizadora en el Contrato de Titularización correspondiente. La amortización de los valores de titularización se realizará periódicamente conforme el calce que permita la generación de los flujos financieros futuros que el Fondo de Titularización reciba como ingresos.
Costos y Gastos del Fondo de Titularización	Corresponden a las remuneraciones en que debe incurrir el Fondo de Titularización por los servicios que recibe para la estructuración, calificación de riesgo, valuación de activos a transferir, registro y administración de la emisión de valores de titularización. Las remuneraciones y los servicios previstos se disponen en períodos diferentes durante el plazo de la emisión, y deben, por ende, estar calzados con la generación de los flujos financieros futuros que vaya recibiendo el Fondo de Titularización como ingreso.

CONDICIÓN DE EVALUACIÓN DE LA METODOLOGÍA DEL CALCE DE FLUJO DE EFECTIVO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Se define el Flujo de Efectivo de un Fondo de Titularización para un período “n” cualquiera con la siguiente igualdad:

(I) FLUJO DE EFECTIVO DEL PERÍODO:

$$Ingresos|FT_n - Egresos|FT_n = Cambio en Cuenta Discrecional|FT_n$$

Donde el Parámetro de Evaluación es la Cuenta Discrecional que maneja la liquidez del Fondo de Titularización. Así, el Cambio en la Cuenta Discrecional (Cta Discr) del fondo de Titularización afectará en el Saldo Final del Período para dicha cuenta:

(II) PARÁMETRO DE EVALUACIÓN:

$$Saldo Inicial Cta Discr|FT_n \pm Cambio en Cta Discr|FT_n = Saldo Final Cta Discr|FT_n$$

Y la Condición de Evaluación se define por tanto como aquella para la cual el Saldo Final de la Cuenta Discrecional para cualquier período “n” siempre deberá ser mayor o cuando menos igual a cero, pues de lo contrario se evidenciaría que el Fondo de Titularización no tiene capacidad para hacerle frente a sus obligaciones (inversionistas: pago de la emisión (k+i) y proveedores: costos y gastos de la emisión)

(III) CONDICIÓN DE EVALUACIÓN:

$$Saldo Final Cta Discr|FT_n \geq 0$$

DESGLOSE DE LAS CUENTAS DE FLUJO DE EFECTIVO DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

FLUJO DE INGRESOS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

- Monto de principal de la emisión que se reciba de los Inversionistas. Este monto se recibe en el período inicial (n=0)
- También componen los ingresos del Fondo de Titularización los flujos que reciba periódicamente en virtud de la cesión de derechos de cobro sobre los flujos generados por los activos (derechos cedidos). Estos flujos se recibirán de forma periódica y dependerá de éstos la manera en que se calce el pago de la emisión (capital más intereses) y el pago de los costos y gastos de la emisión.

FLUJO DE EGRESOS DEL FONDO DE TITULARIZACIÓN

- Monto de principal e intereses que se pagará a los Inversionistas en función de los montos invertidos y conforme las condiciones de mercado que se pacten en el Contrato de Titularización.
- También son egresos del Fondo de Titularización los aglomerados en las siguientes categorías:

..1. Costos Fijos Iniciales

Derivados propiamente de los relacionados con las comisiones de registro del emisor. Así mismo, aquí se incluyen los servicios por calificación de riesgo de la emisión, y la constitución de la Cuenta Restringida del Fondo de Titularización (en la que se mantiene la cuota de resguardo del próximo pago de capital e intereses a los Inversionistas en la emisión).

Forma parte esencial de esta categoría el valor que se le reconozca al Originador por la cesión de los derechos sobre los flujos financieros futuros (DFFF). Este valor se juzgará como de Valor Razonable si, dados el resto de elementos del Flujo de Efectivo del Fondo de Titularización, el valor asignado la cesión de los DFFF hace que el Saldo Final de la Cuenta Discrecional en cualquier período "n" no sea menor que cero.

Es decir, será el Valor Razonable por la cesión de los DFFF que se le cancele al Originador si con el mismo es posible hacer frente al propósito único del Fondo de Titularización que es cumplir con la obligación contraída con los Inversionistas en los Valores de Titularización emitidos por el Fondo con el respaldo en los flujos que recibirá en virtud de la cesión de derechos que ha logrado del Originador.

Si el valor pagado al Originador por la cesión de los DFFF es mayor al Valor Razonable (de mercado), las condiciones de pago de capital e intereses que se ofrecerían a los Inversionistas no permitirían que la emisión se colocara exitosamente dado que no retribuiría el riesgo de la inversión para los mismos (en condiciones de mercado).

Por otra parte, si el valor pagado al Originador por la cesión de los DFFF es menor al Valor Razonable (de mercado), entonces sería el Originador mismo quien encontraría poco atractivo en ceder sus flujos (y obtener liquidez) a expensas de un bajo rendimiento.

..2. Costos Variables (respecto al monto de la emisión) Iniciales

Son los referidos al servicio de estructuración de la emisión, así como también a algunas tarifas de registro en la Bolsa de Valores y el Registro Público Bursátil que atienden al monto de la emisión.

..3. Costos Fijos Periódicos

Corresponden a la remuneración de servicios de calificación de riesgo, auditorías, publicaciones, etc. Si bien estos costos no representan en magnitud una cifra relevante, si lo es el hecho que se mantengan a lo largo del plazo de la emisión conforme lo establece la ley.

..4. Costos Variables Periódicos

Estos corresponden a los montos que se devuelven al Originador en virtud de las cesiones de flujo recibidas (calculadas como se indicó en los antecedentes a una tasa de interés “techo” o máxima de la emisión), cuando la tasa de interés que se reconoce a los inversionistas ha sido menor que la estimada. Los excedentes, como se denomina al monto que se recibió en exceso del Originador respecto a las obligaciones que debía cubrir en el período, son devueltos con la misma periodicidad que este transfiere los flujos futuros al Fondo de Titularización.

Matemáticamente para un período inicial (período=0), su período subsecuente (período=0+1) y cualquier otro período subsecuente (período=n), tenemos:

Período:	0	1	2	...	n
Flujo de Caja de Ingresos del Fondo de Titularización					
Ingresos por Emisión de Valores de Titularización	IEVTT ₀				
Ingresos por Flujos Financieros Futuros Cedidos		IFFF ₁	IFFF ₂	...	IFFF _n
Flujo de Caja de Egresos del Fondo de Titularización					
Costos Fijos Iniciales	CFI ₀				
Costos Variables Iniciales	CVI ₀				
Costos Fijos Periódicos		CFP ₁	CFP ₂	...	CFP _n
Costos Variables Periódicos		CVP ₁	CVP ₂	...	CVP _n
Cambio del Período del Flujo de Efectivo (Cuenta Discrecional) = Ingresos - Egresos	$\Delta CD_0 = IEVTT_0 - CFI_0 - CVI_0$	$\Delta CD_1 = IFFF_1 - CFP_1 - CVP_1$	$\Delta CD_2 = IFFF_2 - CFP_2 - CVP_2$...	$\Delta CD_n = IFFF_n - CFP_n - CVP_n$

Período:	0	1	2	...	n
Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización (Administradora del Flujo de Efectivo)					
Saldo Inicial de la Cuenta Discrecional (CD) del FT	$SICD_0 = 0$	$SICD_1 = SFCD_0$	$SICD_2 = SFCD_1$...	$SICD_n = SFCD_{n-1}$
Cambio del Flujo de Efectivo del Período (Cuenta Discrecional) = Ingresos período – Egresos período	ΔCD_0	ΔCD_1	ΔCD_2	...	ΔCD_n
Saldo Final de la Cuenta Discrecional (CD) del FT	$SFCD_0 = SICD_0 + \Delta CD_0$	$SFCD_1 = SICD_1 + \Delta CD_1$	$SFCD_2 = SICD_2 + \Delta CD_2$...	$SFCD_n = SICD_n + \Delta CD_n$

Donde la Condición de Evaluación del Parámetro de la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización es:

$SFCD_n \geq 0$

De manera que desglosando los Egresos del Flujo de Efectivo del Fondo de Titularización para un período “n” cualquiera, se tiene:

Período:	0	1	...	n
Costos Fijos Iniciales	<ul style="list-style-type: none"> - Registro de Emisor - Servicio de Estructuración de la Emisión - Servicio de Estructuración de la Emisión - Peritaje de Valúo de los Activos a Transferir - Gastos Legales (Contratos) - Impresión de Documentos de Oferta Pública - Pago al Originador por los Derechos sobre los FFF 			
Costos Variables Iniciales	<ul style="list-style-type: none"> - Registro de Emisión - Servicio de Custodia (Contratos) - Servicio de Colocación de la Emisión 			
Costos Fijos Periódicos		<ul style="list-style-type: none"> - Comisión de mantenimiento en Registro Público - Servicio de Representante Tenedores de Valores - Servicio de Calificación de Riesgo 	- ...	<ul style="list-style-type: none"> - Comisión de mantenimiento en Registro Público - Servicio de Representante Tenedores de Valores - Servicio de Calificación de Riesgo
Costos Variables Periódicos	- Devolución de Excedentes al Originador	- Devolución de Excedentes al Originador	- ...	- Devolución de Excedentes al Originador

5. CONCLUSIÓN

Por tanto, una vez definidas (a condición de mercado) los diferentes “Costos y Gastos” que reconocerá el Fondo de Titularización a sus diferentes proveedores, entonces la única variable por definir para calzar el flujo de efectivo al Originador vendrá dada por el **Pago al Originador por los Derechos sobre los FFF**, bajo la lógica expuesta previamente.

En resumen, negociadas bajo condición de mercado las características de la emisión y los costos y gasto del Fondo de Titularización, es posible mediante un proceso de iteración financiera (apoyado con un modelo en hojas electrónicas de trabajo) definir el **Pago al Originador por los Derechos sobre los FFF** que permita cumplir la Condición de Evaluación del Parámetro de la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización: que el Saldo Final de la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización, para cualquier período “n”, sea igual o superior a cero.