

FONDO DE INVERSIÓN CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Extraordinario: 14 de agosto de 2023

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito	A-fc.sv	A-fc.sv	Fondos que reflejan una media-alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Riesgo Administrativo y Operacional	Adm 2.sv	Adm 2.sv	El fondo cuenta con alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Perspectiva	(Modificada) Negativa	-	
Observación	(Modificada) -	Negativa	

"La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión. 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."

----- MM US\$ al 31.03.23 -----		
Inversiones: 235.1	Activos: 240.8	Patrimonio: 208.3
Rendimiento: 7.01%	Ingresos: 5.2	U. Neta: 3.5

Historia: Fondo A-fc / Adm 2, asignada el 09.07.21

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del fondo al 31 de diciembre de 2021 y 2022; estados financieros no auditados al 31 de marzo de 2022 y 2023; así como información adicional proporcionada por la gestora.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Inversión Cerrado de Capital de Riesgo Atlántida (en adelante FINCRA), administrado por Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión (en adelante AC): A-fc.sv a la dimensión de riesgo de crédito y Adm 2.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 31 de marzo de 2023.

Adicionalmente, el Comité de Clasificación acordó retirar la Observación Negativa a la dimensión de crédito fundamentado en que la principal Sociedad Objeto de Inversión (SOI) del FINCRA completó la información financiera necesaria para el presente análisis; y en el hecho que el evento de disolución que establece el Código de Comercio de El Salvador para las compañías que registren pérdidas que superen las tres cuartas partes de su capital social, no se aplica por sí sola; destacando que los planes de esta SOI es continuar como negocio en marcha.

Asimismo, el Comité acordó asignar una Perspectiva Negativa a la dimensión de crédito, debido al desempeño financiero de su SOI más relevante (61.8% de los activos a marzo de 2023); el patrimonio negativo por las pérdidas recurrentes, el elevado nivel de endeudamiento y los resultados adversos de la subsidiaria de esta SOI. Si bien esta SOI ha materializado un aumento en su capital social para

reducir la participación de las pérdidas acumuladas en su capital social, esto no solventará la situación y no se prevé que sea normalizado en el corto plazo.

Perfil del patrimonio independiente: El FINCRA inició operaciones, realizando su primera compra el 18 de agosto de 2021. Este fondo se especializa en inversiones (acciones o títulos de deuda) en empresas No Listadas en Bolsa (en adelante NLB); destacando que su horizonte inversión es de largo plazo (5 años o más) y dirigido a participantes que tengan tolerancia al riesgo y a asumir pérdidas.

El patrimonio del FINCRA totalizó US\$208.3 millones al primer trimestre de 2023; reflejando un crecimiento del 23.5% con respecto a marzo de 2022, equivalente en términos monetarios a US\$39.7 millones. La variación descrita estuvo explicada por las inversiones en cuatro Sociedades Objeto de Inversión (SOI's). A junio de 2023, el patrimonio aumentó a US\$211.8 millones por el rendimiento de inversiones de oferta privada.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.

Inversiones en empresas no inscritas en bolsa: El portafolio de proyectos empresariales financiados por el FINCRA está integrado, al primer trimestre de 2023, de la siguiente manera: i) compra del 99.9% de las acciones de la empresa Desarrollos Inmobiliarios Cascadas, S.A. de C.V. (DICASA); ii) adquisición de certificados de inversión privado emitidos por General International Telecom

El Salvador, S.A. de C.V. (GITES); iii) 99.9% de las acciones de la empresa Zona Franca Miramar, S.A. de C.V. (ZFM); iv) certificados de inversión privado respaldado por GMG Servicios El Salvador, S.A. de C.V. (GMG Servicios); y v) 99.99% de las acciones de Inversiones Montana, S.A. de C.V. (IM).

Cartera enfocada en empresas no inscritas en bolsa, alineado con el objetivo del Fondo de Inversión: Las inversiones del FINCRA representaron el 97.6% de los activos al primer trimestre de 2023, integrada principalmente diversos títulos valores respaldados por cinco SOI's.

A criterio de Zumma Ratings, la estructura de las inversiones (por plazo y tipo de instrumentos) está alineado con el objetivo de inversión del FINCRA. En ese sentido, el principal instrumento en el portafolio fueron los certificados de inversión de oferta privada (títulos de deuda) que representaron el 70.4% de los activos financieros a marzo de 2023; seguido de las acciones (25.5%) y de las operaciones de reportos y cuentas bancarias (4.1%).

En otro aspecto, telecomunicaciones fue el principal sector en el total de las inversiones NLB; reflejando una participación del 65.1% (76.1% en marzo de 2022); mientras que el sector inmobiliario y comercio representaron el 26.6% y 8.4% respectivamente. Cabe mencionar que la exposición en la industria de telecomunicaciones es importante; destacando que las inversiones adicionales en otros sectores contribuirán a diversificar la cartera.

Calidad de activos determinada por el perfil de su principal SOI: La principal SOI en el portafolio del FINCRA refleja los siguientes aspectos favorables: la adquisición de una entidad con buen historial de generación de flujos, las importantes inversiones en CAPEX para potenciar la posición competitiva de su subsidiaria (barreras de entrada para nuevos competidores); la demanda del sector telecomunicaciones integrada por muchos compradores y el endeudamiento de largo plazo para acotar presiones de liquidez. En contraposición, la SOI exhibe un elevado nivel de endeudamiento, importantes pérdidas acumuladas que determinan un patrimonio negativo, la operación de deuda con el FINCRA no tiene garantías específicas, los resultados adversos de su subsidiaria; así como el riesgo de cambios en el marco legal para el sector telecomunicaciones de El Salvador.

Las otras cuatro SOI's del FINCRA reflejan una apropiada calidad crediticia; fundamentado principalmente en el desempeño financiero de los proyectos empresariales, el nivel de endeudamiento, liquidez, flujos de efectivo, entre otros. Además, se ha valorado en el análisis el historial y la maduración que cada operación tiene en su nicho de mercado.

Rentabilidad razonable: El Fondo de Inversión pagó un importe de US\$5.5 millones en beneficios para sus partícipes en 2022 (267.3% de la utilidad del año previo). Asimismo, AC como administrador del FINCRA, comunicó que los beneficios de 2022 a distribuirse serían por US\$7.5 millones (rendimiento de 7.10% al cierre de 2022); destacando que el pago para los inversionistas fue realizado en junio de 2023.

El resultado neto del FINCRA totalizó US\$3.5 millones al 31 de marzo de 2023 (US\$2.8 millones en marzo de 2022),

por la dinámica de ingresos de sus inversiones. Por su parte, el rendimiento diario anualizado del FINCRA fue de 7.11% al cierre de 2022 (7.00% en 2021). Posteriormente, el rendimiento promedio se ubicó en 7.18% entre enero-mayo de 2023. Zumma Ratings prevé que la rentabilidad actual no presentará cambios sustanciales en 2023.

Modesto nivel de endeudamiento: En la estructura financiera del FINCRA predomina el aporte de partícipes, y en menor medida los préstamos bancarios. En ese contexto, la relación deuda/patrimonio se situó en 11.8% al primer trimestre de 2023 (11.9% en el 1T de 2022) sobre un límite normativo del 50.0%; mientras que la posición de solvencia (patrimonio/activos) alcanzó el 86.5%. A juicio de Zumma Ratings, el Fondo de Inversión exhibe un bajo apalancamiento en su estructura financiera.

Conversión de deuda de corto a largo plazo mejora las métricas de liquidez: Durante el tercer trimestre de 2022, el FINCRA adquirió dos préstamos bancarios de largo plazo (15 años), los cuales fueron utilizados principalmente para pagar una deuda de corto plazo. Dicha operación favoreció el calce de los pasivos con el perfil de los activos del FINCRA (inversiones NLB).

En otro aspecto, la liquidez del FINCRA se concentra en cuentas corrientes que representaron el 2.4% de los activos a marzo de 2023, en línea con lo presentado en trimestres previos. Adicionalmente, la cobertura de los activos líquidos sobre la deuda a corto plazo pasó a 21.1 veces desde 0.3 veces en el lapso de doce meses, asociado con el ajuste en el vencimiento de los préstamos bancarios.

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Acompañamiento de su grupo controlador en la operación de gestión de fondos: AC cuenta con el soporte y acompañamiento de su matriz hondureña (Grupo Financiero Atlántida). Zumma Ratings considera que AC es estratégicamente importante para su grupo por la vinculación de marca y las inyecciones de capital realizadas por su grupo en el pasado. Además, la operación de AC está alineada con la visión y objetivos de su matriz.

Políticas, trayectoria de los funcionarios y herramientas, adecuadas para la gestión de activos: El involucramiento de los miembros del Grupo Atlántida es activa para la gestión de riesgos y las decisiones de inversión; valorándose el conocimiento del equipo gestor en el sector financiero. AC tiene debidamente documentado sus prácticas; aplicándolas para mantener un ambiente de control en sus operaciones. Los documentos que rigen las funciones y responsabilidades de cada parte cumplen con los requerimientos del marco regulatorio.

Por su parte, AC cuenta con un registro que detalla el proceso a seguir para determinar si una sociedad objeto de inversión es elegible, denotando funciones específicas para las unidades de inversiones y riesgos; esta última realizando un monitoreo periódico sobre el desempeño de las inversiones y sus límites.

En opinión de Zumma Ratings, los procesos que realiza la gestora para el funcionamiento del Fondo de Inversión están acorde con la normativa local para mitigar los riesgos asociados con la dimensión administrativa y/u operativa.

Fortalezas

1. Desempeño en rentabilidad.
2. Bajo nivel de endeudamiento.
3. Expansión en los indicadores de liquidez.

Debilidades

1. Endeudamiento relevante en su principal SOI.

Oportunidades

1. Diversificación en el portafolio de inversiones.
2. Transferencia de buenas prácticas de gobernanza de la gestora a los proyectos empresariales.

Amenazas

1. Riesgos particulares de las industrias en que operan los proyectos empresariales.
2. Contracciones en rendimientos del fondo por condiciones de mercado.

ENTORNO ECONÓMICO

Acorde con el Banco Central de Reserva (BCR), la economía salvadoreña creció un 0.8% durante el primer trimestre de 2023, presentando una desaceleración importante respecto al año anterior (4.0% a marzo 2022). Este desempeño económico estuvo asociado por la actividad en industria manufacturera y suministro de agua y gestión de desechos; así como el estancamiento en el sector comercio. Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima un crecimiento de 2.4% en 2023, impulsado principalmente por el consumo privado, la inversión pública y el turismo; mientras que el BCR estima una expansión en el rango de 2.0%-3.0%.

Como variables que impulsarían la actividad económica en 2023 se mencionan el aporte de las remesas familiares y algunos proyectos del sector público. Por otra parte, como factores que generan incertidumbre en el entorno se señalan la tendencia creciente en el nivel de endeudamiento público, la presión en las finanzas públicas por los gastos y los vencimientos de deuda de mediano plazo, el alza generalizada de la inflación; el aumento en las tasas de interés de referencia por la FED y el menor ritmo de crecimiento económico en Estados Unidos.

Históricamente, El Salvador se ha caracterizado por mantener bajos niveles de inflación (por ser una economía dolarizada); no obstante, el alza global de los precios determinó una escalada en el índice, a partir de 2022. Así, la variación anual del IPC cerró en 7.3% en diciembre 2022. Posteriormente, la inflación a nivel mundial ha disminuido durante los primeros meses de 2023, a medida que los bancos centrales han ajustado los tipos de interés y los precios de la energía presentaron valores a la baja. A pesar de lo anterior, la inflación persiste alta. En ese contexto, el IPC de El Salvador cerró en 4.41% en mayo 2023, similar al promedio de los países centroamericanos, incluyendo Panamá y República Dominicana (4.42%). Por su parte, la factura petrolera de El Salvador presentó una contracción de 3.8%, dada la dinámica de precios en el mercado de materias primas.

En otro aspecto, el volumen de exportaciones registró una contracción interanual del 9.5% al 31 de mayo de 2023, asociado principalmente con la disminución en los sectores de industria manufacturera, maquila y agricultura. Por su parte, el volumen de remesas familiares totalizó US\$3,331.5 millones a mayo de 2023, reflejando un crecimiento del 5.9%. En opinión de Zumma Ratings, los flujos de envío de remesas familiares estarán condicionados a la evolución de la inflación y al nivel de desempleo hispano en Estados Unidos.

En relación con el sistema previsional, la Asamblea Legislativa aprobó una nueva Ley para las pensiones a finales de 2022, la cual entró en vigor a partir de enero de 2023. Dicha reforma incluyó, entre otros cambios, un incremento generalizado de pensiones; se incrementó el aporte de los empleadores al fondo de pensiones en 1%; se eliminó el seguro de invalidez y sobrevivencia; se sustituyeron los Certificados de Inversión Previsional (CIP) por Certificados de Financiamiento de transición (CFT); y se creó el Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP) que puede emitir

Certificados de Obligaciones Previsionales (COT) para financiar los pagos que se deriven de las obligaciones previsionales del Estado.

El nivel de endeudamiento de El Salvador persiste elevado; sin embargo, su importe registró una disminución a partir de abril de 2023 por el canje de CIP's, según la Ley Integral del Sistema de Pensiones. Adicionalmente, Zumma Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante en el mediano plazo para el soberano salvadoreño, principalmente por el vencimiento de LETES, CETES y Eurobonos; valorando el acceso del Gobierno al financiamiento externo. Con respecto a la calificación soberana, el Gobierno de El Salvador es CCC+ perspectiva estable por Standard & Poor's.

Finalmente, en enero de 2023, el pago del principal e intereses de los Eurobonos 2023 fue completado en los plazos pactados; incidiendo favorablemente en el riesgo país. No obstante, una mejora en la calificación del país dependerá de un acuerdo con el FMI, en el cual se facilite financiamiento en condiciones favorables; así como un plan de ajuste fiscal que contribuya a generar sostenibilidad en las finanzas públicas.

ANÁLISIS DEL SECTOR

El mercado de fondos de inversión registró un crecimiento anual de 36.9% al 31 de marzo de 2023, explicado principalmente por la dinámica de expansión de los fondos cerrados, que totalizaron US\$392.6 millones (US\$214.7 millones en 2022); destacando el inicio de operaciones del segundo fondo de capital de riesgo en el país en octubre de 2022. Por otra parte, los fondos de inversión abiertos con perfil de mediano plazo (6 meses) presentaron un modesto crecimiento interanual de los activos bajo administración en 0.3%; mientras que los de perfil de liquidez registraron una contracción anual en 13.2%, en sintonía con el retiro de participantes. La diversidad en los diferentes tipos de fondos de inversión permite posicionar a la industria como una alternativa efectiva para que los agentes económicos obtengan retornos competitivos en función de su perfil de riesgo, complementando la oferta de productos tradicionales de inversión.

La modesta profundidad que exhibe la plaza bursátil local y las diferencias que existen entre las metodologías para el cálculo del valor razonable de activos que implementan las gestoras salvadoreñas, inciden en el desempeño del valor cuota de los fondos. Por su parte, los retornos de los fondos abiertos han mostrado un aumento significativo a partir de finales de 2022; acorde con la evolución de las tasas de interés en el mercado. Se visualiza que, en el actual entorno de mayores tasas, los fondos de inversión (principalmente los abiertos) registrarán una rentabilidad al alza durante 2023.

El mercado está integrado por cuatro gestoras de fondos de inversión, las cuales administran un total de seis fondos de inversión abiertos y tres cerrados. Es relevante mencionar que en la actualidad cada gestora cuenta con su metodolo-

gía interna para valorar las inversiones que integran el portafolio de cada fondo. En ese contexto, Zumma Ratings es de la opinión que una práctica sana que fortalecería la industria sería contar con una entidad especializada que provea vectores de precios a fin de contar con portafolios valorados bajo una metodología estándar.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA GESTORA

Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión es una compañía especializada en la administración de fondos de inversión, de acuerdo con la Ley de Fondos de Inversión de El Salvador y las normativas que apliquen. El 6 de abril de 2017, fue aprobado el inicio de operaciones de AC por la SSF; mientras que el primer fondo de inversión de AC inició operaciones en febrero de 2018. A la fecha, AC administra cinco fondos de inversión (dos abiertos, uno cerrado inmobiliario y dos cerrados de capital en riesgo).

El 99.99% de las acciones de AC pertenecen a Inversiones Financieras Atlántida, S.A. (IFA), la cual es subsidiaria de Inversiones Atlántida, S.A. (Invatlán), siendo esta última la compañía holding del Grupo Financiero Atlántida. Invatlán tiene sede en Honduras y una amplia trayectoria; haciendo notar que es uno de los grupos financieros más grandes a nivel regional. En El Salvador, Grupo Financiero Atlántida opera en el sector de banca, administración de fondos de pensiones, casa corredora de bolsa, fondos de inversión, seguros de personas y titularización de activos.

Los estados financieros auditados de AC y del FINCRA han sido preparados conforme a las normas contables emitidas por el Banco Central de Reserva que les son aplicables y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), prevaleciendo la normativa emitida por el BCR cuando haya conflicto con las NIIF. Al 31 de diciembre de 2022, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la gestora y del Fondo de Inversión.

CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA (MARZO DE 2023).

Nombre del Fondo: Fondo de Inversión Cerrado de Capital de Riesgo Atlántida.

Gestora: Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión.

Inicio de operaciones: 18 de agosto de 2021.

Naturaleza: Cerrado

Especialidad: Invertir en acciones y valores de deuda emitidos por sociedades cuyas acciones no se encuentran inscritas en una bolsa de valores.

Monto de la emisión: Hasta US\$300,000,000.00

Cantidad de participaciones: Hasta 12,000 cuotas.

Valor nominal de la participación: US\$25,000.00

Moneda: US dólar.

Periodicidad de reparto de beneficios: Anual.

Duración del fondo: 99 años.

Comisión de administración: Hasta 5% anual del activo neto del fondo.

Activos del fondo: US\$240.8 millones.

Número de partícipes: ocho.

Endeudamiento: La relación deuda a patrimonio es del 11.8%.

Rentabilidad: 7.011%.

El FINCRA también puede invertir en títulos valores de oferta pública, tanto del sector público como del sector privado, así como valores de titularización, cuotas de participación de fondos de inversión abiertos y cerrados, acciones y demás títulos con cumplimiento de los límites máximos o mínimos establecidos en su política de inversión.

Este fondo de inversión está dirigido hacia inversionistas, personas naturales o jurídicas, que deseen manejar su inversión en el mediano (de 3 a 5 años) - largo plazo (más de 5 años), que no necesiten liquidez inmediata, con una media a alta tolerancia al riesgo, dispuestos a asumir pérdidas y con conocimiento y experiencia en mercados de capitales y del funcionamiento de fondos de capital de riesgo.

ANÁLISIS DE RIESGO DEL FONDO

Riesgo de Crédito

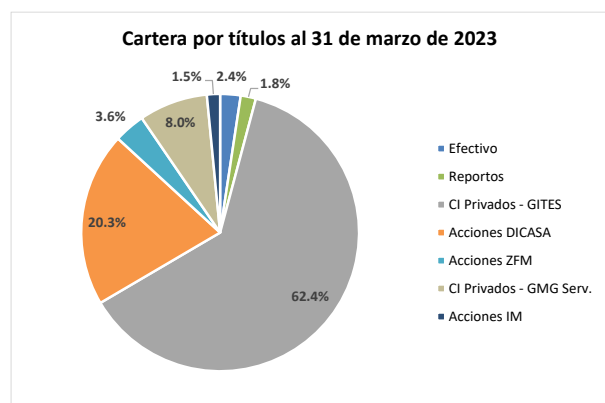
Calidad de las inversiones

El patrimonio del FINCRA totalizó US\$208.3 millones al primer trimestre de 2023; reflejando un crecimiento del 23.5% con respecto a marzo de 2022, equivalente en términos monetarios a US\$39.7 millones. La variación descrita estuvo explicada por las inversiones en cuatro Sociedades Objeto de Inversión (SOI's). Por su parte, el patrimonio aumentó a US\$211.8 millones junio de 2023, por el rendimiento de inversiones de oferta privada. Adicionalmente, el FINCRA ha realizado las siguientes adquisiciones de instrumentos de oferta privada:

1. Compra del 99.99% de las acciones de la empresa Desarrollos Inmobiliarios Cascadas, S.A. de C.V. (DICASA) en agosto de 2021.
2. Operación de deuda (certificado de inversión privado) con General International Telecom El Salvador, S.A. de C.V. (GITES) en octubre de 2021.
3. Compra del 99.99% de las acciones de la empresa Zona Franca Miramar, S.A. de C.V. (ZFM) en mayo de 2022.
4. Adquisición de certificados de inversión privados respaldados por GMG Servicios El Salvador, S.A. de C.V. (GMG Servicios) en junio de 2022.
5. Adquisición del 99.99% de las acciones de la empresa Inversiones Montana, S.A. de C.V. (IM) en septiembre de 2022.

Cabe precisar que el FINCRA emitió el tramo 9 de su programa de cuotas de participación por \$2.99 millones en febrero de 2023 para financiar una operación de deuda con una SOI que forma parte de cartera actual. A criterio de Zumma Ratings, la estructura y el perfil de las inversiones del FINCRA es congruente con su objetivo de inversión;

enfocándose en títulos de empresas no listados en bolsa (NLB).



Fuente: Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Por tipo de instrumentos, los certificados de inversión de oferta privada (títulos de deuda) que representaron el 70.4% de las inversiones y efectivo al primer trimestre de 2023; seguido de las acciones NLB – títulos patrimoniales (25.5%) y de las operaciones de reportos y cuentas bancarias (4.2%). Además, telecomunicaciones fue el principal sector en la cartera de instrumentos NLB, registrando una participación del 65.1% (76.1% en marzo de 2022); mientras que el sector inmobiliario y comercio representaron el 26.6% y 8.4% respectivamente. Cabe mencionar que la exposición en la industria de telecomunicaciones es importante; destacando que las inversiones adicionales en otros sectores contribuirán a diversificar la cartera.

La gestora, como administrador del Fondo de Inversión, puede ofrecer servicios de asistencia técnica o asesorías en materia financiera, análisis de proyectos, entre otros a las SOI's. En ese sentido, AC realiza en la actualidad un rol de supervisión en la conducción de aquellas empresas donde el FINCRA es dueño de sus acciones. Adicionalmente, se valora la potencial transferencia de prácticas en de la gestora hacia dichas SOI's, con la finalidad de fortalecer el sistema de gobierno corporativo y la gestión de riesgos de estas empresas.

Inversión 1: Desarrollos Inmobiliarios Cascadas, S.A. de C.V. (DICASA).

DICASA es una compañía que realiza operaciones inmobiliarias; con el principal objetivo de ceder los inmuebles en arrendamiento y recibir rentas. Adicionalmente, la compañía opera desde enero de 2002.

La predictibilidad de los ingresos (por contratos a largo plazo y nivel de ocupación) de la compañía, el buen desempeño financiero (carga operativa liviana), la adecuada rotación de cobranza; así como la posición de solvencia; se ponderan favorablemente en el análisis de DICASA. Por otra parte, factores de riesgo vinculados con la concentración de ingresos con su principal arrendatario, limitan el perfil de riesgo de la sociedad objeto de inversión.

Los inmuebles de la compañía están ubicados en distintos

departamentos del país, principalmente en San Salvador en línea con el nivel de actividad económica. DICASA mantiene, en su mayoría, contratos de largo plazo con sus arrendatarios (10-15 años), incorporando cláusulas en los contratos de alquiler para desalojos anticipados. Dicha condición determina una menor sensibilidad en la generación de flujos ante el riesgo de cambio de precios en el metro cuadrado.

El nivel de ocupación fue del 100% a marzo de 2023; destacando su buen desempeño histórico y la ubicación estratégica de varios inmuebles, principalmente para actividades comerciales. No obstante, se señala la concentración de rentas en su principal arrendatario (superior al 50%); aunque, se valora el perfil de esta compañía y su buen comportamiento de pagos en los últimos años.

En otro aspecto, la compañía exhibe una cartera diversificada por inmueble; haciendo notar que las propiedades tienen pólizas de seguro como mitigantes ante riesgos de daños. A partir de 2022, DICASA comenzó a registrar una cobranza normalizada, después de otorgar medidas de alivio por la contingencia sanitaria. La cartera por cobrar no registra atrasos a marzo de 2023.

En términos de fondeo, la compañía registra una deuda bancaria de largo plazo (15 años) con una entidad financiera regional. A criterio de Zumma Ratings, el perfil de vencimiento del principal pasivo es adecuado y acorde con la naturaleza de los activos generadores de flujos (inmuebles).

DICASA continúa reflejando una tendencia creciente en su solvencia; ubicándose en niveles fuertes. De esta manera, la relación patrimonio/activos se ubicó en 61.1% al primer trimestre de 2023 (48.8% diciembre de 2018). La razón de pago dividendos sobre las utilidades del período previo de la compañía entre 2018-2022 fue en promedio del 70%; valorándose este nivel como apropiado para su principal accionista (FINCRA).

La compañía mantiene una favorable rentabilidad al 31 de marzo de 2023. Los indicadores de desempeño financiero se ubicaron levemente por debajo de los mostrados periodos anteriores. Una característica de DICASA es su carga administrativa liviana, dado su modelo de negocio.

La relación deuda / EBITDA continúa reflejando una tendencia decreciente, en función de la amortización de pasivos financieros. En opinión de Zumma Ratings, el flujo operativo de DICASA exhibe una apropiada cobertura del CAPEX y servicio de la deuda.

Inversión 2: General International Telecom El Salvador, S.A. de C.V. (GITES).

GITES es una entidad cuya actividad principal es la inversión en el capital de otras sociedades. La inversión que realizó el FINCRA consistió en la compra de certificados de inversión privados (títulos de deuda) garantizados por GITES en octubre de 2021. El financiamiento estructurado fue utilizado para que GITES comprara de acciones de una compañía salvadoreña del sector telecomunicaciones. Ca-

be precisar que GITES no tiene experiencia en el sector telecomunicaciones; sin embargo, la Alta Administración de su compañía subsidiaria exhibe una larga trayectoria profesional en el sector en mención.

En el análisis de la operación de deuda con GITES se señalan como fortalezas: la adquisición de una entidad con buen historial de generación de flujos, las importantes inversiones en CAPEX para potenciar la posición competitiva de su subsidiaria (barreras de entrada); la demanda del sector telecomunicaciones integrada por muchos compradores y el endeudamiento de largo plazo para acotar presiones de liquidez. En contraposición, la SOI exhibe un elevado nivel de endeudamiento, las importantes pérdidas acumuladas que determinan un patrimonio negativo, la operación de deuda con el FINCRA no tiene garantías específicas, los resultados adversos de su subsidiaria; así como el riesgo de cambios en el marco legal para el sector telecomunicaciones de El Salvador.

El perfil del financiamiento estructurado otorgado por el FINCRA es de largo plazo, con periodo de gracia, sin garantías reales y con una tasa de interés escalonada. En opinión de Zumma Ratings, la capacidad de GITES para pagar la deuda depende principalmente de los flujos de su subsidiaria, dado que GITES es una entidad controladora que, prácticamente, no registra operaciones.

El perfil del riesgo industria del sector telecomunicaciones se caracteriza por ser altamente regulado; presentando su propio marco legal que detalla y delimita la operación en El Salvador, siendo la Superintendencia General de Electricidad de Telecomunicaciones (SIGET) la entidad responsable de aplicar y velar por el cumplimiento de todo lo establecido en la ley y en los reglamentos del sector. Un factor importante en esta industria es la exposición ante cambios en su marco legal.

Por otra parte, la industria de telecomunicaciones presenta barreras de entradas altas por dos razones: i) el conocimiento técnico especializado y ii) las inversiones intensivas en capital que demanda la operación. Lo anterior constituye obstáculos para la incorporación de nuevos competidores en el sector; valorándose como una fortaleza. Adicionalmente, el servicio de telecomunicaciones es de consumo masivo (no depende de pocos compradores) y su demanda no es estacional.

La subsidiaria de GITES es una compañía reconocida en el mercado y exhibe una larga trayectoria. Adicionalmente, esta compañía inició en 2022 con un plan fuerte de inversiones en activos productivos, el cual culminaría en 2023. Por su parte, la deuda de la subsidiaria de GITES tiene un perfil de corto plazo; conllevando a una desmejora en los ratios de liquidez. No obstante, lo anterior es temporal debido a que la compañía prevé la contratación de una deuda de largo plazo para cancelar los préstamos corrientes y financiar su plan de CAPEX.

Como hecho relevante, GITES registra un importe de pérdidas acumuladas desde 2021, determinando un saldo negativo en su patrimonio y a unas pérdidas que superan las tres cuartas partes de su capital social. Según el Código de

Comercio de El Salvador, las sociedades de capital pueden disolverse por la pérdida de más de las cuartas partes del capital, si los accionistas no efectuaren aportaciones suplementarias que mantengan, por lo menos, en un cuarto el capital social. Al respecto, GITES aprobó un aumento en su capital social para favorecer su solvencia y liquidez; sin embargo, dicha capitalización no sería suficiente para normalizar la relación capital social/pérdidas acumuladas.

GITES proyecta revertir el importe negativo en su patrimonio a futuro, con la mayor generación de flujos de su subsidiaria. Zumma Ratings continuará monitoreando el desempeño financiero de la SOI; valorándose su situación de solvencia.

Inversión 3: Zona Franca Miramar, S.A. de C.V. (ZFM).

Compañía constituida en el año 2000. Las principales actividades que realiza ZFM consisten en el desarrollo, administración y construcción de techos y urbanizaciones industriales; así como la explotación de zonas francas. En ese sentido, la empresa goza de los beneficios de la Ley de Zonas Francas Industriales y de Comercialización de El Salvador.

En el análisis de ZFM, se ponderan como fortalezas el alto nivel de ocupación de espacios y la estabilidad de ingresos; el adecuado desempeño financiero; la fuerte solvencia y la posición de liquidez. Por otra parte, se señala la concentración de ingresos en su principal arrendatario y los factores externos que pudieran disminuir la posición competitiva de las propiedades.

El complejo de inmuebles está ubicado en el municipio de Olocuilta, departamento de La Paz. La cartera está integrada por 13 inquilinos; haciendo notar que el nivel de ocupación es alto (98.6% a marzo de 2023).

La base inquilinos se valora como estable, en virtud del comportamiento histórico de renovación de contratos. Asimismo, el plazo promedio de duración de los contratos de arrendamiento refleja un perfil de mediano plazo (mayor a los 2 años). Un aspecto a considerar es la concentración de rentas de su principal inquilino.

Las cuentas por cobrar comerciales no registran atrasos y su rotación promedio es corta, favoreciendo la gestión de liquidez. Por otra parte, la solvencia de ZFM es fuerte y mantiene un comportamiento creciente en los últimos años. De esta manera, la relación patrimonio/activos fue del 63.4% al primer trimestre de 2023; mientras que la razón de pago dividendos reflejó un promedio del 47.9% en el periodo 2018-2022. A juicio de Zumma Ratings, la empresa refleja una buena capacidad de distribución de beneficios, sin comprometer su base patrimonial.

La dinámica en el costo de arrendamiento y el gasto financiero han incidido en la rentabilidad de ZFM durante el primer trimestre de 2023; destacando el gradual desarrollo favorable presentado desde 2018.

En otro aspecto, la generación de flujos-EBITDA se considera como una fortaleza en el análisis, derivado del comportamiento consistente en los importes de EBITDA; así

como la cobertura favorable de los flujos operativos con respecto al CAPEX. ZFM ha mostrado una tendencia decreciente en su nivel de endeudamiento; destacando que la SOI registra como único pasivo financiero, un préstamo de largo plazo que favorece su calce con el perfil de los activos generadores de flujos.

Inversión 4: GMG Servicios El Salvador, S.A. de C.V. (GMG Servicios).

GMG Servicios una empresa financiera no bancaria que forma parte de un grupo económico relevante en la región, con presencia en varios países. Dicho grupo es proveedor de bienes de consumo en Centroamérica; reflejando una trayectoria de más de 48 años de operación. La GMG Servicios es estratégica para su grupo, en virtud que ésta representa el brazo financiero de la operación en El Salvador.

GMG Servicios presenta las siguientes fortalezas en su perfil crediticio: la expansión en la generación de negocios, la integración con su grupo económico, y la posición de solvencia. Por otra parte, se menciona la calidad de la cartera crediticia determinada por un alto índice de vencidos, la concentración en las fuentes de financiamiento y la modesta rentabilidad. Es importante mencionar que los certificados de inversión privados adquiridos por el FINCRA incorporan el respaldo de la matriz de la Sociedad Objeto de Inversión.

La cartera de GMG Servicios está determinada por las ventas al crédito que realiza una compañía relacionada en el segmento de consumo, siendo esta última un referente en su sector. Además, los créditos otorgados por la compañía son por montos bajos; determinando que la cartera no registre concentraciones relevantes.

El índice de vencidos de GMG Servicios registró un importante aumento en 2020 por el inicio de la contingencia sanitaria; ubicando la mora en niveles superiores a los promedios históricos. Posteriormente, la compañía realizó medidas de alivio en 2021 para los clientes que necesitaban mayor apoyo; determinando una disminución en el índice. A marzo de 2023, se observa un valor ligeramente superior con respecto al cierre de 2022; así como una cobertura de provisiones sobre créditos vencidos cercano al 90%.

En otro aspecto, las cuentas por cobrar a relacionadas representan una elevada proporción del patrimonio de la SOI (superior al 50%), dichas cuentas se originan por el financiamiento de GMG Servicios para proyectos del grupo y por otras operaciones vinculadas con su modelo de negocio. El perfil de esta cartera es de corto plazo y no hay montos con atrasos.

El fondeo de la empresa se integra en su totalidad por préstamos por pagar; haciendo notar que el mayor proveedor de fondos representó el 59% del fondeo total a diciembre de 2022. Es importante mencionar que GMG Servicios adquirió fondeo a largo plazo (fondos de inversión de capital en riesgo de AC) durante 2022; favoreciendo el perfil

de vencimiento de sus pasivos, lo cual contribuyó en registrar un calce de plazo en las primeras ventanas de tiempo.

La posición de solvencia de GMG Servicios es favorable, en razón que el indicador patrimonio/activos se ubicó en 27.3% a marzo de 2023, en virtud de la generación interna de capital. Por otra parte, los resultados de la compañía se han visto sensibilizados al cierre de 2022 y al primer trimestre de 2023 por el gasto en provisiones y el actual contexto de tasas de interés.

Inversión 5: Inversiones Montana, S.A. de C.V. (IM).

IM es una compañía constituida en 2004, cuya actividad principal es la compra, venta y arrendamiento de inmuebles. Esta compañía exhibe una cartera inmobiliaria integrada por locales comerciales arrendados a un solo inquilino del sector comercio que refleja una presencia importante en su industria.

El desarrollo favorable en la generación de flujos de efectivo, los niveles de rentabilidad, la buena posición de solvencia y liquidez. En contraposición, se señala la concentración de ingresos en un cliente y el nivel de deuda.

Los contratos de arrendamiento de IM exhiben plazos entre uno y tres años; valorándose como adecuado para brindar estabilidad en la ocupación e ingresos. Al primer trimestre de 2023, el nivel de ocupación fue del 100%.

IM exhibe una cartera inmobiliaria sin concentraciones relevantes, con presencia principalmente en AMSS. Por otra parte, IM exhibe una su cobranza sin atrasos a marzo de 2023; favoreciendo su gestión de tesorería.

En términos de fondeo, la compañía registra deudas bancarias de largo plazo (entre 10 y 15 años) con una entidad financiera regional. A criterio de Zumma Ratings, el perfil de vencimiento del principal pasivo es adecuado y acorde con la naturaleza de los activos generadores de flujos (inmuebles).

Una fortaleza crediticia en el perfil de IM es su posición patrimonial; sin embargo, ésta ha presentado una tendencia de contracción en los últimos años. En ese contexto, la relación patrimonio/activos fue de 53.2% a marzo de 2023. Entre 20218 y 2021, IM no realizó pagos de dividendos debido a que la operación estaba en una etapa de crecimiento y de inversiones importantes. En 2022, IM reflejó una razón de pago de dividendos del 373%.

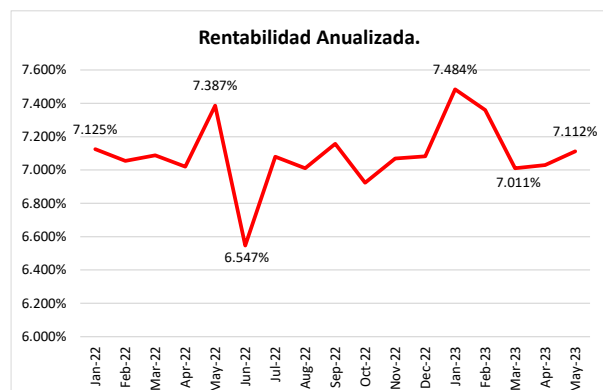
Una característica de IM es su carga administrativa liviana, dado su modelo de negocio; sin embargo, se menciona que ésta aumentó en 2022 por algunos gastos extraordinarios. Al primer trimestre de 2023, los indicadores de rentabilidad mantienen un desempeño consistente con años previos.

El EBTIDA de IM registró una disminución en 2022, debido a una expansión en algunos rubros del gasto operativo. Además, a relación deuda / EBITDA ha exhibido un crecimiento entre 2019-2022 debido principalmente a la dinámica de compra de inmuebles. Dicho indicador no

registró un cambio relevante al primer trimestre de 2023.

Valor cuota y rentabilidad

En sintonía con los tramos colocados para la inversión en títulos NLB, el FINCRA registra 7,949 cuotas de participación emitidas a marzo de 2023 (6,631 en marzo de 2022). A la misma fecha, el valor cuota aumentó a \$26,202 desde \$25,426 en el lapso de doce meses.



Fuente: Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Con base en su reglamento, la periodicidad del reparto de beneficios del FINCRA es anual, después de reconocidos los gastos corrientes de manejo operativo y financiero y otros gastos extraordinarios. El Fondo de Inversión pagó un importe de US\$5.5 millones en beneficios para sus partícipes en 2022 (267.3% de la utilidad del año previo). Asimismo, AC como administrador del FINCRA, comunicó que los beneficios de 2022 a distribuirse serían por US\$7.5 millones (rendimiento de 7.10% al cierre de 2022); destacando que el pago para los inversionistas fue realizado en junio de 2023.

El rendimiento diario anualizado del FINCRA ha registrado una paulatina tendencia creciente. De esta manera, el rendimiento al cierre de 2022 fue de 7.11% (7.00% en 2021). Posteriormente, el rendimiento promedio se ubicó en 7.18% entre enero-mayo de 2023.

El resultado neto del FINCRA totalizó US\$3.5 millones al 31 de marzo de 2023 (US\$2.8 millones en marzo de 2022), nutriéndose de los ingresos por sus inversiones (intereses y dividendos). Zumma Ratings considera que la rentabilidad del FINCRA es razonable; valorando el perfil de este producto de inversión.

Endeudamiento y liquidez

En la estructura financiera del FINCRA predomina el aporte de partícipes, y en menor medida los préstamos bancarios. En ese contexto, la relación deuda/patrimonio se situó en 11.8% al primer trimestre de 2023 (11.9% en el 1T de 2022) sobre un límite normativo del 50.0%; mientras que la posición de solvencia (patrimonio/activos) alcanzó el 86.5%. A juicio de Zumma Ratings, el Fondo de Inversión exhibe un bajo apalancamiento en su estructura financiera.

Indicadores de Liquidez.

	Dic.21	Dic.22	Mar.23
Liquidez / deuda	0.3	0.5	0.4
Liquidez / deuda CP	0.3	9.2	21.1
Liquidez / activos	3.4%	4.7%	4.1%

Fuente: Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión. Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Cabe mencionar que, durante el tercer trimestre de 2022, el FINCRA adquirió dos préstamos bancarios de largo plazo (15 años), los cuales fueron utilizados principalmente para pagar una deuda de corto plazo. Dicha operación mejoró el calce de los pasivos con el perfil de los activos del FINCRA (inversiones NLB).

En otro aspecto, la liquidez del FINCRA se concentra en cuentas corrientes que representaron el 2.4% de los activos a marzo de 2023, en línea con lo presentado en trimestres previos. Adicionalmente, la cobertura de los activos líquidos sobre la deuda a corto plazo pasó a 21.1 veces desde 0.3 veces en el lapso de doce meses, asociado con el ajuste en el vencimiento de los préstamos bancarios.

Riesgo Administrativo y Operacional

En opinión de Zumma, las características del FINCRA y las políticas que delimitan su operatividad se encuentran adecuadamente documentadas en su reglamento interno, apegándose al marco normativo que le corresponde. A continuación, se enlistan los principales documentos que rigen al Fondo de Inversión:

- Política de administración
- Política de inversiones
- Política de liquidez
- Política de endeudamiento
- Manual de valoración de instrumentos

En términos de resultados, el crecimiento en activos bajo administración, principalmente por los fondos de inversión cerrados (capital en riesgo e inmobiliario) cuyas comisiones son mayores que los fondos abiertos, determinaron un aumento interanual de ingresos en 29.9%; permitiendo una utilidad neta de US\$1.0 millón al 31 de marzo de 2023 (US\$590 mil en marzo 2022). Asimismo, el flujo proveniente de las actividades de operación ha sido suficiente para cubrir el CAPEX de la gestora y generar excedentes de liquidez para canalizarse en inversiones financieras.

AC es una empresa subsidiaria del Grupo Financiero Atlántida, a través de Invatlán (rating internacional de B por S&P), como su último accionista. En opinión de Zumma Ratings, AC es altamente estratégica para su matriz debido a la vinculación de marca, la experiencia que tiene el grupo en administración de activos de terceros (tanto en Honduras como en El Salvador) y el compromiso mostrado por el Grupo Financiero Atlántida para fortalecer el patrimonio de AC (la última inyección de capital fue en febrero de 2020).

AC registra un relevante crecimiento interanual en el valor de sus fondos del 68% a marzo de 2023. A la misma fecha,

la compañía se ubicó en la primera posición de gestoras salvadoreñas por tamaño de fondos bajo administración con una cuota de mercado del 73.6% (16.3% en 2020). Dicho dinamismo se explica por el inicio de operación de su segundo fondo de inversión cerrado de capital en riesgo en octubre de 2022.

A la fecha, AC ha confirmado que no presenta ningún tipo de contingencias legales o sanciones del regulador que puedan afectar la operación del negocio.

La estrategia de negocio de AC está alineada con los planes de su matriz, haciendo notar que el Grupo Financiero Atlántida tiene un rol activo en los diferentes órganos de gobernanza de AC. La estrategia de la compañía está enfocada principalmente en los proyectos vinculados en continuar expandiendo sus fondos cerrados.

Por otra parte, Zumma Ratings considera que la Alta Administración de AC posee una trayectoria profesional adecuada en el sector financiero y mercados de capital. El Gerente General y Administrador de Inversiones exhibe una amplia experiencia en el mercado bursátil local y trabaja en AC desde octubre de 2016. En la Gerencia de Finanzas, el funcionario encargado ha trabajado en la Compañía desde su inicio y refleja conocimientos en modelos financieros, riesgos, entre otros; destacando que también está autorizado como Administrador de Inversiones.

La estructura organizacional de AC se considera apropiada para mantener el desempeño del negocio y para sostener el ambiente de control; destacando que la planilla aumentó en 2022 asociado con la evolución de los activos bajo administración. El fortalecimiento en algunas áreas de AC para 2023, vendría determinado por la dinámica comercial en sus fondos de inversión. A juicio de Zumma Ratings, AC presenta oportunidades de mejora en la administración independiente entre sus fondos de inversión.

Junta Directiva	
Director Presidente	Gabriel Delgado Suazo
Director Vicepresidente	José Ricardo Estrada Tenorio
Director Secretario	Carlos Marcelo Olano Romero
Primer Director Suplente	Sara Ochoa Matamoros
Segundo Director Suplente	Carlos Coto Gómez
Tercer Director Suplente	Luis José Noyola Palucha

AC posee un manual de gobierno corporativo en el que se sustenta la operación de cada órgano en la gestora. La Junta Directiva es elegida por la Junta de Accionistas y es la responsable de la adecuada conducción de AC, la Junta Directiva está integrada por seis miembros (tres titulares y tres suplentes), ninguno de ellos independiente. Algunos miembros de la Junta son ejecutivos con experiencia en el sector bancario en Honduras y El Salvador (en áreas como finanzas, administración y operaciones); mientras que otros miembros exhiben trayectoria en el mercado de seguros.

Las diferentes políticas relacionadas con el actuar operati-

vo de AC se encuentran debidamente documentadas; haciendo notar que éstas se valoran como adecuadas y no conllevan impactos negativos en la toma y ejecución de acciones. La gestora cuenta con manuales para la gestión integral de riesgos, políticas de conflicto de intereses, reglamento interno del fondo, el cual contiene las políticas de inversión, endeudamiento, liquidez, entre otras.

En otro aspecto, acorde con su objeto y naturaleza, se constituyó el Comité de Vigilancia, cuyos miembros tienen la responsabilidad de actuar exclusivamente en el mejor interés de los partícipes, vigilando las operaciones que la gestora realice con los recursos del Fondo de Inversión. De acuerdo con la Ley de Fondos, los miembros de dicho comité deben ser de reconocida honorabilidad y contar con al menos cinco años de experiencia comprobada en materia financiera y administrativa o acorde al régimen de inversión del fondo respectivo.

En términos de segregación de áreas y funciones, las unidades de inversión y de riesgos son independientes entre sí y la toma de decisiones es separada entre ambas. En este sentido, el Administrador de Inversiones o Gerente General analiza la información obtenida de un determinado proyecto o sociedad objeto de inversión del Fondo de Inversión y determina si esta cumple con todos los criterios para ser seleccionada. Por su parte, el Oficial de Cumplimiento realiza la revisión contra el lavado de dinero o *Anti-Money Laundering* (AML) a la sociedad, definida en el manual AML de AC. Finalmente, el Comité de Inversiones y la Junta Directiva deben aprobar si la inversión propuesta procede o no. En caso de aprobación de Junta Directiva y luego de establecer un plan o estimación de captación de recursos del Fondo de Inversión para adquirir los instrumentos de la sociedad, el fondo de inversión cerrado compra los valores de oferta privada. Es importante señalar que la unidad de riesgos realizará un monitoreo y seguimiento sobre las sociedades o proyectos empresariales en las que invierte el Fondo de Inversión y sus límites de cumplimiento.

Cabe precisar que AC tiene tercerizados los servicios de auditoría, cumplimiento y tecnología con Banco Atlántida El Salvador, S.A. (EAA-.sv por Zumma Ratings).

Los comités que dan apoyo a la Junta Directiva son: Comité de Riesgos, Comité de Prevención de Lavado de Dinero y Activos, Comité de Auditoría y Comité de Inversiones. Se valora que cada uno de los miembros de cada comité cuenta con una apropiada experiencia y trayectoria que permite inferir que la toma de decisiones se realiza en cumplimiento del marco regulatorio. Asimismo, la alta integración que tiene AC con el Grupo Financiero Atlántida se pondera como una fortaleza, en virtud del acompañamiento de la matriz en las operaciones de su subsidiaria y las sinergias con entidades relacionadas.

Por otra parte, los miembros del Comité de Inversiones de Fondos Cerrados reflejan experiencia y trayectoria en áreas como: finanzas, administración, negocios corporativos, gestión de portafolios y sistema financiero. Cabe señalar que el Administrador de Inversiones es miembro con voz de dicho comité; sin embargo, no tiene voto en la to-

ma de decisiones. La opinión de Zumma Ratings sobre la experiencia y conocimiento de los miembros no supone una fuente de riesgo. Se señala que la incorporación de miembros independientes en el Comité de Inversiones favorecería la independencia de las decisiones de los fondos de inversión cerrados en relación con las del grupo financiero de la gestora.

Para la gestión de riesgos, AC ha desarrollado un manual para acotar la exposición de la gestora y sus fondos a riesgos financieros y no financieros. Dicho manual se fundamenta en la clasificación de cada tipo de riesgo y los diferentes pasos para mantener un ambiente de control, donde la Junta Directiva se encuentre enterada e informada sobre los diferentes riesgos de los fondos administrados.

Para el riesgo de crédito de valores de oferta privada, AC realiza un seguimiento a las potenciales inversiones, analizando la situación y las expectativas políticas y macroeconómicas del país, así como el desempeño financiero de cada proyecto empresarial, garantías, historial de cumplimiento del pago de obligaciones y características cualitativas de la entidad (ética y reputación corporativa, entre otros). Un punto de partida es la información financiera pública o calificación de riesgo de la entidad evaluada (si se encuentra disponible). Una vez materializada la inversión, AC realiza análisis de seguimiento para monitorear la evaluación del perfil crediticio de la sociedad.

Para los riesgos de liquidez y mercado, el área de riesgos de AC toma en consideración medidas estándar como el VaR, duración, duración modificada, índices de concentración por instrumentos, análisis de calce entre activos y pasivos, entre otros. Para el caso de fondos cerrados, la administración realiza seguimientos mensuales al flujo de caja y los cocientes de liquidez. Para lo anterior, AC cuenta con límites respecto de los niveles mínimos de liquidez del Fondo sobre activos totales, nivel de endeudamiento y ratios de cobertura de gastos financieros.

En otro aspecto, AC elabora un inventario de eventos de riesgo operacional; detallando el tipo de riesgo operacional (fraude interno, fraude externo, ejecución de procesos, fallos en los sistemas, entre otros) y posteriormente, AC realiza un mapa de incidencia de eventos de riesgo operacional con base en su impacto y probabilidad de ocurrencia. En ese sentido, los riesgos de la gestora se ponderan en un rango entre muy bajo a moderado; destacando que la Junta Directiva y las unidades de Riesgos y Auditoría tie-

nen un papel clave para atenuar el riesgo operacional.

Para obtener el valor razonable de una acción no inscrita en una bolsa, AC utiliza el método de valor presente de los flujos futuros de los accionistas, correspondiente a cada una de las acciones emitidas por la empresa o sociedad objeto de inversión. La información relevante para el cálculo de dichos flujos la obtienen de sus estados financieros y proyecciones de los mismo. AC establece la tasa de descuento al momento de la evaluación de la compra de la acción, la cual debe contener los diferentes riesgos inherentes propios a la sociedad objeto de inversión. La metodología utilizada por AC para la estimación de la tasa de descuento se realiza mediante el modelo de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Además, se tiene metodología para determinar el valor razonable de títulos de deuda no inscritos en bolsa.

En términos de herramientas tecnológicas, AC utiliza un sistema de gestión para su operación de administración de fondos de inversión, el cual contiene como principal apartado aspectos relacionados con la gestora y cada fondo que AC administra tiene su propio módulo. Las herramientas que utiliza AC se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio. Algunos elementos como los límites y cupos por emisor no son automatizados en el sistema; sin embargo, la gestora ocupa herramientas alternativas para el control y seguimiento de indicadores clave.

A juicio de Zumma Ratings, los perfiles de seguridad y atribuciones de los empleados que participan en el proceso de administración de los fondos de inversión son diferenciadas entre el *middle* y el *front office*, ponderándose dicha situación como positiva en la gestión operativa.

El plan de contingencia, en caso de desastres, de AC se encuentra debidamente documentado, el sitio principal se ubica en Banco Atlántida de El Salvador, mientras que el sitio alternativo se encuentra en el departamento de San Miguel. El sitio de procesamiento principal de AC se encuentra activo y con procesos diarios de replicación. El plan de contingencia de AC establece las acciones a seguir, la activación de la cadena de comunicación, la revisión física del sitio, entre otros. El Comité de Riesgos de AC establece que los planes de recuperación deben de ser aprobados con una frecuencia de una vez al año; después de las pruebas, el plan deberá de ser actualizado siempre y cuando se encuentren procesos de mejora.

ESTADOS FINANCIEROS

FONDO DE INVERSION CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA
BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA
(EN MILES US DOLARES)

	Dic.21		Mar.22		Dic.22		Mar.23	
		%		%		%		%
ACTIVO								
Efectivo y equivalentes de efectivo	6,524	3%	5,315	3%	3,622	2%	5,678	2%
Inversiones en Instrumentos Financieros	184,688	96%	188,809	97%	230,764	98%	235,126	98%
Cuentas por cobrar	19	0%	12	0%	-	0%	-	0%
Otros activos	335	0%	343	0%	-	0%	-	0%
Total Activo corriente	191,565	100%	194,479	100%	234,386	100%	240,804	100%
TOTAL ACTIVO	191,565	100%	194,479	100%	234,386	100%	240,804	100%
PASIVO								
Préstamos con bancos y otras entidades financieras	20,050	10%	20,050	10%	394	0%	269	0%
Cuentas por pagar	3,686	2%	5,832	3%	7,915	3%	7,929	3%
Total Pasivo corriente	23,736	12%	25,882	13%	8,309	4%	8,198	3%
Préstamos a largo plazo	-	0%	-	0%	24,324	10%	24,324	10%
Total Pasivo no corriente	-	0%	25,882	13%	24,324	10%	24,324	10%
TOTAL PASIVOS	23,736	12%	25,882	13%	32,633	14%	32,522	14%
PATRIMONIO								
Participaciones	165,775	87%	165,775	85%	196,777	84%	199,763	83%
Otras cuentas de patrimonio	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Patrimonio restringido	-	0%	-	0%	4,977	2%	4,977	2%
Resultados por aplicar	2,054	1%	2,823	1%	-	0%	3,542	1%
TOTAL PATRIMONIO	167,829	88%	168,598	87%	201,754	86%	208,281	86%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	191,565	100%	194,479	100%	234,386	100%	240,804	100%

FONDO DE INVERSION CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA
ESTADO DE RESULTADOS
(EN MILES US DOLARES)

	Dic.21		Mar.22		Dic.22		Mar.23	
		%		%		%		%
Ingresos	3,278	100%	4,160	100%	18,940	100%	5,212	100%
Ingresos por inversiones	3,278	100%	4,160	100%	18,940	100%	5,212	100%
Gastos	685	21%	991	24%	4,841	26%	1,245	24%
Gastos de operación								
Gastos por gestión	612	19%	847	20%	4,428	23%	1,229	24%
Gastos financieros por instrumentos financieros	13	0%	8	0%	295	2%	16	0%
Gastos generales de administración	61	2%	137	3%	117	1%	0	0%
Resultado de operación	2,593	79%	3,169	76%	14,099	74%	3,967	76%
Gastos por obligaciones financieras	518	16%	345	8%	1,548	8%	424	8%
Otros gastos	21	1%	1	0%	80	0%	0	0%
Utilidad del ejercicio	2,054	63%	2,823	68%	12,471	66%	3,542	68%

FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS.

Clasificación de riesgo de crédito	
AAfrc	Es la calificación más alta otorgada a un fondo de inversión. Refleja la más alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan el menor riesgo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
AAfc	Fondos que reflejan una muy alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo muy bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Afc	Fondos que reflejan una media-alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
BBBfc	Fondos que reflejan una suficiente capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo medio frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
BBfc	Fondos que reflejan una media-baja capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo son susceptibles a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Bfc	Fondos que reflejan una baja capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo son muy susceptibles a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Cfc	Fondos que reflejan una muy baja capacidad para cumplir con sus objetivos de inversión y la probabilidad de incurrir en pérdidas en el valor de su capital es muy alta.
Dfc	Fondos que reflejan una incapacidad para cumplir con sus objetivos de inversión y han incurrido en pérdidas frecuentes en el valor de su patrimonio por un periodo mayor a seis meses.
Efc	La Clasificadora de Riesgo no dispone de información válida, representativa, ni suficiente para emitir una posición.

Clasificación de riesgo administrativo y operacional	
Adm 1	Es la mas alta categoría de clasificación. El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 2	El fondo cuenta con alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 3	El fondo cuenta con media -alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 4	El fondo cuenta con calidad media en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión y existen oportunidades de mejora relevantes.
Adm 5	El fondo cuenta con calidad media-baja en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión. Tienen alta probabilidad de incurrir en perdidas por riesgos operativos o administrativos y requieren mejoras tecnológicas o operativas esenciales para una correcta gestión del fondo.
Adm 6	La baja calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la gestión del fondo han afectado la capacidad de la Gestora para conservar el capital. La Gestora requiere realizar inversiones sustanciales para mejorar la gestión del fondo.
E	La Clasificadora no dispone de información válida, representativa y suficiente para emitir una calificación.

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.

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, 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 Zumma Ratings 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 clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.