

# FONDO DE INVERSIÓN CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 31 de octubre de 2022

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	Estable	Estable	

*“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 30.06.22		
Inversiones: 213.1	Activos: 217.4	Patrimonio: 196.9
Rendimiento: 6.55%	Ingresos: 8.7	U. Neta: 5.8

**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; estados financieros no auditados al 30 de junio de 2022; información financiera proyectada del fondo de inversión para sus primeros cinco años de operación; 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 30 de junio de 2022 y cifras proyectadas del FINCRA. La perspectiva de la calificación es Estable.

**Fondo con inicio reciente de operaciones y con expansión acelerada:** El FINCRA inició de 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; destacando que su horizonte inversión es de largo plazo (5 años o más) y dirigido a partícipes que tengan tolerancia al riesgo y asumir pérdidas.

El análisis de Zumma Ratings se fundamenta en el desempeño del FINCRA (rentabilidad, endeudamiento, calidad de sus inversiones, entre otros); así como las proyecciones financieras de sus primeros años de operación. La comparación entre el comportamiento real del FINCRA y el proyectado por la gestora determinará potenciales ajustes en las clasificaciones de riesgo asignadas.

El patrimonio totalizó US\$196.9 millones al 30 de junio de 2022; reflejando una expansión acelerada del 17.4%

con respecto a diciembre de 2021, equivalente en términos monetarios a US\$29.1 millones. Zumma Ratings estima que este crecimiento podría mantenerse en el corto plazo, en virtud de potenciales proyectos empresariales en los que el FINCRA podría invertir. A agosto de 2022, el patrimonio aumentó a US\$204.9 millones.

**Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.**

**Información sobre empresas:** Por el enfoque de inversión del FINCRA, las empresas donde invierte no tienen información pública, ni clasificación de riesgo; sin embargo, la administración de la gestora realiza requerimientos de información a cada sociedad, de acuerdo con la normativa interna y externa aplicable, para dar seguimiento al desempeño de estas. Asimismo, Zumma Ratings solicita cierta información financiera sobre las sociedades objeto de inversión para conocer la capacidad de éstas de pagar sus deudas y de distribuir dividendos.

Zumma Ratings considera como satisfactoria toda la información recibida para realizar el análisis de las empresas donde el FINCRA ha invertido. A la fecha corte de emisión del presente informe, una sociedad objeto de inversión se encuentra en proceso de consolidación de sus estados financieros. A pesar de lo anterior, se valora que la clasificación actual puede mantenerse en el corto plazo; sin embargo, es importante que AC considere contar con información detallada oportunamente, a fin de poder evaluar cambios que pudieran darse en los activos subyacentes.

**Inversiones en empresas no inscritas en bolsa:** El portafolio de proyectos empresariales financiados por el FINCRA está integrado, al primer semestre de 2022, 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 un certificado de inversión privado emitido 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) y iv) certificados de inversión privado respaldado por GMG Servicios El Salvador, S.A. de C.V. (GMG Servicios).

Como hecho relevante, AC comunicó el 13 de septiembre de 2022, la adquisición del 99.99% de las acciones de la empresa Inversiones Montana, S.A. de C.V., por parte del FINCRA; materializándose la quinta inversión del fondo.

**Estructura de activos congruente con el objetivo de inversión:** A criterio de Zumma Ratings, la estructura de las inversiones (por tipo de instrumentos y plazos) está alineado con el objetivo de inversión del FINCRA; valorándose su naturaleza. En ese sentido, el principal instrumento en el portafolio son los certificados de inversión de oferta privado (títulos de deuda), representando el 75.2% a junio de 2022; seguido de las acciones (títulos patrimoniales) con un 24.8%.

Adicionalmente, telecomunicaciones fue el principal sector en el portafolio, registrando una participación del 68.6% (76.5% en diciembre de 2021); mientras que el sector inmobiliario y comercio representaron el 24.8% y 6.6% respectivamente. Cabe mencionar que inversiones adicionales en otros sectores, fortalecerá el perfil del FINCRA ante riesgos en la industria de telecomunicaciones (principal exposición).

**Inversiones con buen perfil crediticio:** El portafolio de inversiones del FINCRA integrado por cuatro empresas al primer semestre de 2022; refleja, en opinión de Zumma Ratings, una alta calidad crediticia. Lo anterior se fundamenta en el desempeño financiero de los proyectos empresariales, nivel de endeudamiento, liquidez, entre otros.

El historial de operación de estas compañías contribuye positivamente en el análisis dada la maduración que cada operación tiene en su nicho de mercado.

**Rentabilidad razonable, de acuerdo con el perfil de inversiones:** Durante el primer semestre de 2022, el fondo de inversión pagó beneficios a sus partícipes por un importe de US\$2.05 millones, siendo el primer pago desde que inició operaciones en agosto de 2021. La utilidad del FINCRA al fue de US\$5.8 millones a junio de 2022, nutriéndose de los ingresos por sus inversiones (intereses y dividendos recibidos).

El rendimiento diario anualizado del FINCRA presentó estabilidad durante el primer semestre de 2022, su promedio fue de 7.037% en dicho periodo. Posteriormente, este rendimiento promedio se ubicó en 7.045% en julio-agosto

de 2022.

**Bajo nivel de apalancamiento en estructura financiera:**

En la estructura financiera del FINCRA predomina el aporte de partícipes, y en menor medida la deuda financiera. En ese contexto, la relación deuda/patrimonio se situó en 10.2% al primer semestre de 2022 sobre un límite normativo del 50.0%; mientras que la posición de solvencia (patrimonio/activos) alcanzó el 90.6%. A juicio de Zumma Ratings, el fondo de capital en riesgo exhibe un bajo apalancamiento en su estructura financiera.

**Deuda de corto plazo presiona liquidez:** El FINCRA registra una deuda bancaria de corto plazo, venciendo en agosto de 2022; sin embargo, la gestora sustituyó este pasivo por un de mayor plazo a fin de calzar de mejor manera con el horizonte de inversión del fondo.

Por otra parte, la liquidez del FINCRA se concentra en cuentas de ahorro que representaron el 1.8% de los activos al primer semestre de 2022 (3.4% en diciembre de 2021). Adicionalmente, la cobertura de la liquidez sobre la deuda pasó a 0.20 veces desde 0.33 veces en el lapso de seis meses.

**Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.**

**Políticas y prácticas de la compañía altamente integradas con su matriz:** 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 por las inyecciones de capital realizadas por su grupo hacia la compañía desde el inicio de operaciones. Además, la operación de AC está alineada con la visión y objetivos de su matriz.

**Políticas, trayectoria de los funcionarios y herramientas, favorecen 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 una adecuada segregación de funciones entre 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 son apropiados para mitigar los riesgos asociados con la dimensión administrativa y/u operativa.

**Fortalezas**

1. Perfil de proyectos de inversión en portafolio.
2. Bajo nivel de endeudamiento.

**Debilidades**

1. Modesta liquidez.

**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. Dificultad para que el fondo realice nuevas inversiones en compañías no listadas en una bolsa de valores.
3. Contracciones en rendimientos del fondo por condiciones de mercado.

## ENTORNO ECONÓMICO

Acorde con el Banco Central de Reserva (BCR), la economía salvadoreña creció un 2.8% durante el segundo trimestre de 2022 (26.6% segundo trimestre de 2021). Este desempeño económico estuvo asociado con el aumento de los flujos de remesas y el crecimiento de los sectores transporte y almacenamiento, actividades de servicios administrativos y servicios de Gobierno. Para 2022, el BCR prevé que El Salvador registrará un ritmo de expansión del 2.8%.

Como variables que impulsarían la actividad económica en 2022 se mencionan el aporte de las remesas familiares y la materialización de las expectativas de inversión de los agentes económicos. Por otra parte, como factores que generan incertidumbre en el entorno se señala la expansión en el nivel de endeudamiento público, la presión en las finanzas públicas por los vencimientos próximos de deuda en el corto plazo y aumento del riesgo país, el alza relevante en los precios globales de los bienes y servicios (efecto de problemas en la cadena logística y conflictos globales); así como el endurecimiento en la política monetaria de la FED.

Históricamente, El Salvador se ha caracterizado por mantener bajos niveles de inflación (por ser una economía dolarizada); no obstante, el contexto actual de alza global de precios, ha determinado una escalada en el índice. Así, la variación anual del IPC cerró en 7.7% en agosto 2022 (4.3% en agosto de 2021); ubicándose por debajo del promedio de los países centroamericanos, incluyendo Panamá y República Dominicana (8.8%). La factura petrolera de El Salvador presentó una expansión de 72.3% a agosto de 2022, acorde con el aumento de la demanda y el alza en el precio internacional de este insumo.

En otro aspecto, el volumen de exportaciones registró un crecimiento interanual del 17.0% al 31 de agosto de 2022, asociado principalmente con la dinámica en los sectores de industria manufacturera y maquila. Por su parte, el volumen de remesas familiares ascendió a US\$5,065.6 millones de enero a agosto 2022, reflejando un crecimiento del 3.6% con respecto al mismo periodo del año anterior. 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.

Los niveles de endeudamiento de El Salvador persisten elevados y reflejan una tendencia creciente en los últimos años. Zumma Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante en el corto plazo, principalmente por el vencimiento de LETES, CETES y Eurobonos; valorando el nivel de acceso del Gobierno a financiamiento externo e interno. Con respecto a la calificación soberana, Moody's modificó el rating a Caa3 desde Caa1 con perspectiva negativa (mayo de 2022); Standard & Poor's modificó el rating a CCC+ desde B- manteniendo la perspectiva negativa (junio de 2022) y Fitch recientemente, disminuyó la calificación a CC desde CCC (septiembre de 2022).

Adicionalmente, en julio de 2022 el Gobierno de El Salvador anunció la recompra de sus Eurobonos vigentes, con

vencimiento en 2023 y 2025. La oferta terminó el 20 de septiembre de 2022, siendo efectiva la recompra de deuda soberana por US\$565 millones (US\$133 millones del bono 2023 y US\$432.5 millones del bono 2025) y se anunció una segunda recompra por el remanente para el último trimestre del año. El Gobierno de El Salvador comunicó que los Derechos Especiales de Giro que facilitó el FMI y un préstamo con el Banco Centroamericano de Integración Económica fueron las fuentes utilizadas para esta primera recompra de bonos.

## ANÁLISIS DEL SECTOR

El mercado de fondos de inversión registró un importante crecimiento anual de 68.2% a junio de 2022, explicado principalmente por la dinámica de expansión de los fondos cerrados, que totalizaron US\$236.5 millones a junio 2022 (US\$17.9 millones en 2021), destacando el volumen que alcanzó el primer fondo de inversión cerrado de capital de riesgo. Por otra parte, los fondos de inversión abiertos con perfil de mediano plazo (6 meses) presentaron una contracción anual de los activos bajo administración en -1.9%; mientras que los de perfil de liquidez presentaron una disminución anual de -21.5%, en sintonía con el retiro de fondos de participantes del sector bancario y personas jurídicas. 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.

Cabe señalar que, a pesar del contexto de volatilidad en los mercados internacionales debido al anuncio de aumento de tasas de la FED, la invasión de Rusia a Ucrania, entre otros, los niveles de rentabilidad de los fondos de inversión locales se mantienen estables, en razón de la nula exposición en títulos extranjeros; así como de la modesta profundidad que exhibe la plaza bursátil local.

El mercado está integrado por tres gestoras de fondos de inversión, las cuales administran un total de cinco fondos de inversión abiertos y dos cerrados. Es relevante mencionar que en la actualidad cada gestora cuenta con su metodología 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 con las normativas que apliquen. El 6 de abril de 2017, fue aprobado el inicio de operaciones AC por la SSF; mientras que el primer fondo de inversión de AC inició operaciones en febrero de 2018. Adicionalmente, AC administra cuatro fondos de inversión (dos

abiertos y dos cerrados). Como hecho relevante, se menciona AC recibió la autorización para gestionar un quinto fondo de inversión, de tipo 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 es un conglomerado financiero con sede en Honduras y con 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 y de inversión, casa corredora de bolsa y seguros de personas.

Los estados financieros auditados de la gestora y el Fondo 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 30 de junio de 2022, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la gestora y el Fondo.

### **CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA (JUNIO DE 2022).**

**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\$217.4 millones.

**Número de partícipes:** cinco.

**Endeudamiento:** La relación deuda a patrimonio es del 10.2%.

**Rentabilidad:** 7.037%.

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 in-

versión 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 FINCRA refleja un reciente inicio de operaciones, habiendo realizado su primera colocación de participaciones el 18 de agosto de 2021. Por tanto, el análisis de riesgo se fundamenta en el desempeño del FINCRA presentado al primer semestre de 2022, sus principales políticas; así como en las proyecciones financieras de sus primeros años de operación.

El patrimonio del FINCRA exhibe un tamaño relevante y totaliza US\$196.9 millones; reflejando una tendencia acelerada de crecimiento, a pesar de su poca trayectoria. Adicionalmente, en sus primeros diez meses, el FINCRA ha superado el tamaño de activos proyectados para el primer año de operación (US\$40.0 millones). Dicha evolución ha estado en sintonía con la inversión en proyectos empresariales. Al primer semestre de 2022, el fondo de inversión ha realizado las siguientes adquisiciones de instrumentos de oferta privada:

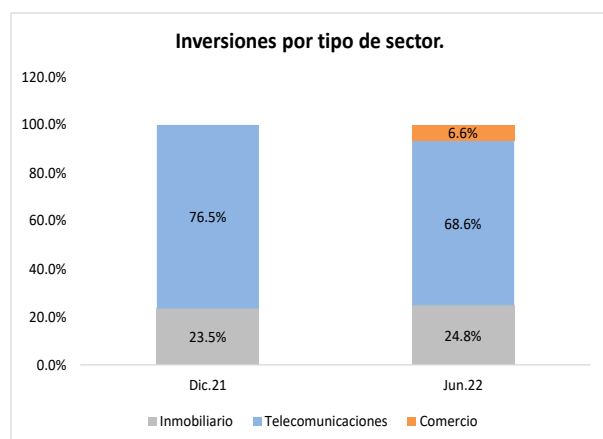
1. Compra del 99.99% de las acciones de la empresa Desarrollos Inmobiliarios Cascadas, S.A. de C.V. (DICASA) en agosto de 2021.
2. Operación de deuda (certificado de inversión privado) con General International Telecom El Salvador, S.A. de C.V. (GITES) en octubre de 2021.
3. Compra del 99.99% de las 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.

Como hecho relevante, AC comunicó el 13 de septiembre de 2022, la adquisición del 99.99% de las acciones de la empresa Inversiones Montana, S.A. de C.V., por parte del FINCRA; materializándose la quinta inversión del fondo. 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 listadas en bolsa.

Por tipo de instrumentos, los certificados de inversión representaron el 73.8% de las inversiones y efectivo a junio de 2022; seguido de las acciones – títulos patrimoniales (24.4%) y las disponibilidades (1.8%). Además, telecomunicaciones fue el principal sector en el portafolio, registrando una participación del 68.6% (76.5% en diciembre de 2021); mientras que el sector inmobiliario y comercio representaron el 24.8% y 6.6% respectivamente. Cabe mencionar que inversiones adicionales en otros sectores, fortalecerá el perfil del FINCRA ante riesgos en la

industria de telecomunicaciones (principal exposición).

Si bien las inversiones pueden estar integradas por títulos de oferta pública, el fondo administrado por AC no registra saldo en este tipo de títulos al 30 de junio de 2022; destacando que su enfoque principal está en instrumentos no registrados en una bolsa de valores. Adicionalmente, la liquidez del FINCRA está integrada por cuentas de corrientes.



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

En opinión de Zumma Ratings, el perfil de las inversiones del FINCRA son adecuadas para mantener el valor del capital del fondo y evitar pérdidas por riesgo de crédito.

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 sociedades objeto de inversión. 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. En ese sentido, el Grupo Financiero Atlántida tienen un rol activo en varios órganos de gobernanza de algunas sociedades objeto de inversión, con la finalidad de fortalecer las prácticas 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.

El buen desempeño financiero de la compañía, la predictibilidad de sus ingresos (por contratos a largo plazo), la diversificación de sus inmuebles, la carga operativa liviana; así como la 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 y un endeudamiento ligeramente elevado, aunque con tendencia de disminución, 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 (53.1% del valor de las propiedades a junio de 2022).

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.

Al primer semestre de 2022, el nivel de ocupación fue del 100%; destacando su buen desempeño histórico y la ubicación estratégica de varios inmuebles, principalmente para actividades comerciales. Un factor a señalar es la concentración de rentas en su principal arrendatario (superior al 50%); sin embargo, se valora el comportamiento de pago 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 junio de 2022, DICASA exhibe una cobranza sin atrasos; después de otorgar medidas de alivio en 2020 por la contingencia sanitaria.

En términos de fondeo, la compañía registra una deuda bancaria de largo plazo con una entidad financiera regional, cuya porción sobre el total de pasivos fue del 87.1% al primer semestre de 2022. A criterio de Zumma Ratings, el perfil de vencimiento del principal pasivo es adecuado (15 años) y acorde con la naturaleza de los activos generadores de flujos.

DICASA continúa reflejando una tendencia creciente en su solvencia; ubicándose en niveles fuertes. De esta manera, la relación patrimonio/activos pasó a 59.0% (junio de 2022) desde 53.8% (diciembre de 2019). Se señala que, la razón de pago dividendos sobre las utilidades del período previo de la compañía entre 2018-2021 ha sido en promedio del 77%; estimándose que este indicador se mantendrá estable.

Al 30 de junio de 2022, la compañía mantiene su desarrollo favorable en su rentabilidad. Los indicadores de desempeño financiero se ubicaron por encima de los mostrados en 2021. Una característica de DICASA es su carga administrativa liviana, dado su modelo de negocio.

Un aspecto positivo en el análisis es la capacidad de generación de flujos – EBITDA de la compañía, consistente con lo mostrado en periodos previos. La relación deuda / EBITDA se considera ligeramente elevada, aunque se señala la tendencia decreciente. En opinión de Zumma Ratings, DICASA exhibe una buena capacidad para pagar dividendos a favor del FINCRA.

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

GITES es una entidad no operativa - tenedora de acciones -, principalmente del sector comunicaciones. Esta 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 canalizara los recursos para la compra de acciones de Telefónica Móviles El Salvador, S.A. de C.V. (Telefónica SV). Cabe precisar que GITES no tiene experiencia en el sector telecomunicaciones; sin embargo, la Alta Administración de Telefónica

SV exhibe una larga trayectoria profesional en el sector en mención.

El fondo de inversión registró un saldo en estos títulos de deuda por US\$146.2 millones al cierre del primer semestre de 2022; destacando que el perfil de este financiamiento estructurado es de largo plazo, con periodo de gracia, sin garantías reales y tasa de interés escalonada. En opinión de Zumma Ratings, la capacidad de GITES para pagar la deuda depende de los flujos de su subsidiaria (Telefónica SV), dado que GITES es una entidad controladora que 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 es elevada y no estacional. Por otra parte, Telefónica SV es una compañía reconocida en el mercado con larga trayectoria de operación, desde 1997.

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

Compañía salvadoreña que fue constituida en el año 2000. Las principales actividades que realiza ZFM consisten en el desarrollo, administración y construcción de techos industriales 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 adecuada relación deuda/EBITDA. Por otra parte, se señala la concentración de ingresos en su principal arrendatario y factores externos que disminuya la competitividad de las propiedades.

El complejo de inmuebles está ubicado en el municipio de Olocuilta, departamento de La Paz. La cartera está integrada por 19 propiedades; haciendo notar que el nivel de ocupación es alto (98.7% a junio de 2022).

Al primer semestre de 2022, 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 3 años). Un aspecto ha

considerar es la concentración de rentas de su principal inquilino.

Las cuentas por cobrar de la cartera de clientes 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 60.9% a junio de 2022; mientras que la razón de pago dividendos reflejó un promedio del 64.8% en el periodo 2018-2021. A juicio de Zumma Ratings, la empresa refleja una buena capacidad de distribución de resultados.

El control en el gasto operativo y la estabilidad del margen bruto han incidido en el desempeño financiero de ZFM al primer semestre de 2022; destacando el 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 un nivel de endeudamiento moderado con tendencia decreciente; detallando que la empresa 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 48 años de operación. La GMG Servicios es estratégica para su grupo, en virtud que esta 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, la recuperación en su desempeño financiero 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 el descálce de plazos. Es importante mencionar que los certificados de inversión privados adquiridos por el FINCRA incorporan garantías adicionales al activo subyacente (GMG Servicios).

La cartera de GMG Servicios está determinada por las ventas al crédito que realiza su compañía relacionada en el segmento de consumo, siendo esta última un referente en su sector. Por otra parte, 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 junio de 2022, se observa que la mora regresa a sus niveles históricos (en torno al 10.5%).

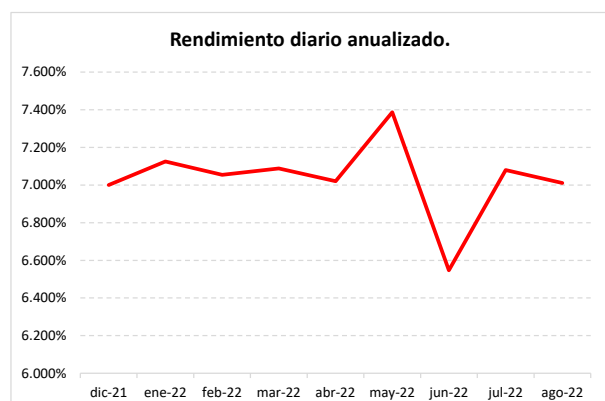


El fondeo de la empresa se integra en su totalidad por préstamos por pagar con entidades financieras; haciendo notar que el mayor proveedor de fondos representa el 58.9% del fondeo total a junio de 2022. A la misma fecha, una proporción alta de los préstamos por pagar presentan vencimientos en el corto plazo, conllevando a un descalce de plazo en las primeras ventanas de tiempo. Al respecto, la compañía realizó la emisión de oferta privada en mayo de 2022, con el objetivo de favorecer el perfil de vencimientos entre activos y pasivos; asimismo, se prevé la contratación de fondeo adicional para reducir la participación de la deuda de corto plazo.

La posición de solvencia de GMG Servicios es favorable, en razón que el indicador patrimonio/activos aumenta a 26.6% a junio de 2022, en virtud de la mayor base patrimonial por la generación interna de capital. La compañía registró pérdidas en 2020 y en los primeros meses de 2021 derivado de los impactos de la contingencia sanitaria; sin embargo, GMG Servicios ha reflejado un comportamiento de recuperación en su desempeño financiero.

### **Valor cuota y rentabilidad**

Al 30 de junio de 2022, el FINCRA registró 7,618 cuotas de participación emitidas (6,631 en diciembre de 2021), en sintonía con los tramos colocados para la inversión en títulos no listados en bolsa. A la misma fecha, el valor cuota se ubicó en \$25,853.



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

La periodicidad del reparto de beneficios del FINCRA es anual, después de registrados los gastos corrientes de manejo operativo y financiero y otros gastos extraordinarios, según su detalla su reglamento. Durante el primer semestre de 2022, el fondo de inversión pagó beneficios a sus partícipes por un importe de US\$2.05 millones, siendo el primer pago desde que inició operaciones en agosto de 2021.

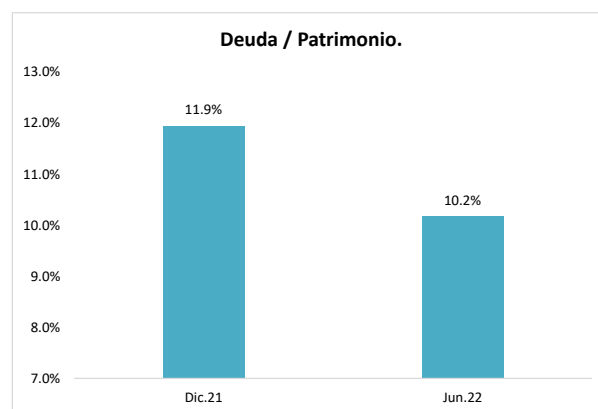
El rendimiento diario anualizado del FINCRA presentó estabilidad durante el primer semestre de 2022, su promedio fue de 7.037% en dicho periodo. Posteriormente, este rendimiento promedio se ubicó en 7.045% en julio-agosto de 2022.

La utilidad del FINCRA al primer semestre de 2022 fue de US\$5.8 millones, nutriéndose de los ingresos por sus inversiones (intereses y dividendos recibidos). La evolución

de las inversiones en renta variable son las que determinarán el monto de utilidades hacia el cierre de 2022. Zumma Ratings considera que el retorno del fondo es competitivo frente a otros productos en la plaza bursátil local.

### **Endeudamiento y coberturas**

En la estructura financiera del FINCRA predomina el aporte de partícipes, y en menor medida la deuda financiera. En ese contexto, la relación deuda/patrimonio se situó en 10.2% al primer semestre de 2022 sobre un límite normativo del 50.0%; mientras que la posición de solvencia (patrimonio/activos) alcanzó el 90.6%. A juicio de Zumma Ratings, el fondo de capital en riesgo exhibe un bajo apalancamiento en su estructura financiera.



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

El FINCRA registró en saldo por préstamos recibidos de US\$20.0 millones a junio de 2022, dicha deuda fue utilizada como parte del financiamiento para la compra de su primera inversión. El plazo de este préstamo es a un año, venciendo en agosto de 2022, sin embargo, la gestora prevé sustituir este pasivo por un de mayor plazo a fin de calzar de mejor manera con el horizonte de inversión del fondo.

Por otra parte, la liquidez del FINCRA se concentra en cuentas de ahorro que representaron el 1.8% de los activos al primer semestre de 2022 (3.4% en diciembre de 2021). Adicionalmente, la cobertura de la liquidez sobre la deuda pasó a 0.20 veces desde 0.33 veces en el lapso de seis meses y los ingresos del fondo cubrieron en 12.5 veces el gasto financiero.

### **Riesgo Administrativo y Operacional**

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

- Política de administración
- Política de inversiones
- Política de liquidez



- Política de endeudamiento
- Manual de valoración de instrumentos

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 participantes, vigilando las operaciones que la gestora realice con los recursos del fondo.

La gestora totalizó una utilidad neta de US\$1.1 millones al 30 de junio de 2022 (US\$81 mil en junio de 2021). Dicho desempeño estuvo determinado por la expansión en los activos en administración, principalmente por los fondos de inversión cerrados (capital en riesgo e inmobiliario), cuyas comisiones son mayores que los fondos abiertos. Asimismo, el flujo proveniente de las actividades de operación fue suficiente para cubrir el CAPEX de la compañía (intangibles) 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 314.9% a junio de 2022. A la misma fecha, la compañía se ubicó en la primera posición (tercera en 2020) por tamaño de fondos bajo administración con una cuota de mercado del 62.7% (16.3% en 2020). Adicionalmente, se señala que AC inició la administración del primer fondo de inversión cerrado de capital en riesgo en el mercado salvadoreño en agosto de 2021.

A la fecha, Zumma Ratings no tiene conocimiento que AC tenga 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 una participación activa en los diferentes órganos de gobernanza de AC. La estrategia de la compañía estará enfocada principalmente en proyectos vinculados en continuar expandiendo sus fondos cerrados.

Junta Directiva	
Director Presidente	Gabriel Delgado Suazo
Director Vicepresidente	Vacante
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

El seguimiento a la planeación de AC se realiza en las

diferentes reuniones con la Junta Directiva que son una vez al mes como mínimo. Zumma Ratings es de la opinión que la gestora refleja una coherencia entre las políticas que realiza con su estrategia como compañía.

Por otra parte, Zumma Ratings considera que la Alta Administración de AC posee una trayectoria profesional adecuada en el sector financiero y en 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, se destaca que la planilla ha aumentado en 2020 y 2021 en línea con la evolución de los activos en administración. Dicho comportamiento se mantiene al primer semestre de 2022.

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 operativo de AC se encuentran debidamente documentadas; haciendo notar que estas 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 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 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 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; así como el análisis de cumplimiento de sus límites.

Cabe precisar que AC tiene tercerizados los servicios de auditoría, cumplimiento y tecnología con Banco Atlántida El Salvador, S.A (EA+.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 de 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.

Los miembros que integran el Comité de Inversiones de Fondos Cerrados reflejan experiencia y trayectoria en áreas como: finanzas, administración, operaciones, tecnología, legal, 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 toma de decisiones. La opinión de Zumma Ratings sobre la experiencia y conocimiento de los miembros y la forma de toma de decisiones no supone una fuente de riesgo.

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 tienen 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.

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 Dólares)

	Dic.21	%	Jun.22	%
<b>ACTIVO</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	6,524	3%	3,960	2%
Inversiones en Instrumentos Financieros	184,688	96%	213,141	98%
Cuentas por cobrar	19	0%	7	0%
Otros activos	335	0%	260	0%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>191,565</b>	<b>100%</b>	<b>217,369</b>	<b>100%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>191,565</b>	<b>100%</b>	<b>217,369</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>				
Préstamos con bancos y otras entidades financieras	20,050	10%	20,046	9%
Cuentas por pagar	3,686	2%	373	0%
<b>Total Pasivo corriente</b>	<b>23,736</b>	<b>12%</b>	<b>20,419</b>	<b>9%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>23,736</b>	<b>12%</b>	<b>20,419</b>	<b>9%</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Participaciones	165,775	87%	191,164	88%
Resultados por aplicar	2,054	1%	5,785	3%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>167,829</b>	<b>88%</b>	<b>196,950</b>	<b>91%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>191,565</b>	<b>100%</b>	<b>217,369</b>	<b>100%</b>

**FONDO DE INVERSION CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
(En miles US Dólares)

	Dic.21	%	Jun.22	%
<b>Ingresos</b>	<b>3,278</b>	<b>100%</b>	<b>8,652</b>	<b>100%</b>
Ingresos por inversiones	3,278	100%	8,652	100%
<b>Gastos</b>	<b>685</b>	<b>21%</b>	<b>2,170</b>	<b>25%</b>
<b>Gastos de operación</b>				
Gastos por gestión	612	19%	2,002	23%
Gastos financieros	13	0%	79	1%
Gastos generales de administración	61	2%	88	1%
<b>Resultado de operación</b>	<b>2,593</b>	<b>79%</b>	<b>6,482</b>	<b>75%</b>
Gastos por obligaciones financieras	518	16%	694	8%
Otros gastos	21	1%	2	0%
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>2,054</b>	<b>63%</b>	<b>5,785</b>	<b>67%</b>

## FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS.

Clasificación de riesgo de crédito	
AAfbc	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](http://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.