



# FONDO DE INVERSIÓN CERRADO DE CAPITAL DE RIESGO ATLÁNTIDA.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 28 de abril 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 31.12.21		
Inversiones: 184.7	Activos: 191.6	Patrimonio: 167.8
Rendimiento: 7.00%	Ingresos: 3.3	U. Neta: 2.1

**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, 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 el Fondo), 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 diciembre de 2021 y las cifras proyectadas del Fondo. La perspectiva de la calificación es Estable.

**Inicio reciente de operaciones y crecimiento acelerado por inversiones:** El Fondo de Inversión Cerrado de Capital de Riesgo Atlántida inició de operaciones, realizando su primera compra el 18 de agosto de 2021. A pesar de su corta trayectoria, el tamaño de su patrimonio es relevante (US\$167.8 al 31 de diciembre de 2021), en sintonía con la emisión de cuotas de participación para realizar inversiones en empresas no inscritas en una bolsa de valores. El horizonte de la inversión es de largo plazo (5 años o más); cuyos inversionistas tengan tolerancia al riesgo y asumir pérdidas.

El análisis de Zumma Ratings se fundamenta en el desempeño del Fondo (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 Fondo y el proyectado por la gestora determinará potenciales ajustes en las

clasificaciones de riesgo asignadas.

Como hecho relevante, el Fondo realizó su segunda inversión en títulos de oferta privada el 20 de octubre de 2021, por un monto de US\$141.2 millones, mediante la emisión de cuotas de participación en diversos tramos. En ese sentido, el Fondo alcanzó el número mínimo de partícipes (dos); quedando integrado plenamente en sintonía con lo estipulado en la Ley de Fondos de Inversión.

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

**Estructura de activos en sintonía con el objetivo de inversión:** El Fondo ha realizado dos grandes inversiones: i) compra de acciones de la empresa Desarrollos Inmobiliarios Cascadas, S.A. de C.V. (DICASA) y ii) adquisición de un certificado de inversión privado emitido por General International Telecom El Salvador, S.A. de C.V. (GIT). A criterio de Zumma Ratings, la estructura de las inversiones (por tipo de instrumentos y plazos) es congruente con el objetivo de inversión del Fondo; valorándose su naturaleza. En ese sentido, el principal tipo de instrumento en el portafolio es el certificado de inversión privado (título de deuda), representando el 73.9% a diciembre 2021; seguido de las acciones (títulos patrimoniales) con un 22.7%.

Por tipo de sector, telecomunicaciones es el principal registrando una participación del 73.9% de los instrumentos a diciembre de 2021; mientras que el sector inmobiliario y banca exhiben el 26.1% restante. Se señala que compras adicionales en otros sectores, fortalecería el perfil del Fondo ante riesgos en la industria de telecomunicaciones

(principal exposición).

**DICASA exhibe un buen desempeño financiero y adecuado historial de pago de dividendos, aunque refleja una alta concentración en sus ingresos:** 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 compañía.

El proyecto empresarial consiste en la administración de su cartera de inmuebles, los cuales están ubicados en distintos departamentos del país, principalmente San Salvador (53.1% del valor de las propiedades a diciembre de 2021), reflejando una concentración por zona geográfica moderada. DICASA mantiene, en su mayoría, contratos de largo plazo con sus arrendatarios (10-15 años), incorporando cláusulas de protección adecuadas. A diciembre de 2021, la ocupación de espacios arrendables fue del 100%. DICASA refleja niveles de solvencia favorables; haciendo notar la tendencia creciente en los últimos cuatro años. En ese contexto la relación patrimonio / activos pasó a 57.9% (2021) desde 48.8% (2018).

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 fondo de inversión de capital en riesgo.

**Segunda inversión vinculada con el sector de telecomunicación:** GIT es una entidad que es tenedora de acciones, principalmente del sector comunicaciones. Esta inversión que realizó el Fondo consistió en la compra de certificados de inversión privados (títulos de deuda) garantizados por GIT en octubre de 2021. El financiamiento estructurado fue utilizado para que GIT canalizara los recursos para la compra de acciones de Telefónica Móviles El Salvador, S.A. de C.V. (Telefónica SV). Cabe precisar que GIT 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 perfil de este financiamiento estructurado es de largo plazo, con periodo de gracia y tasa de interés escalonada. En opinión de Zumma Ratings, la capacidad de GIT para pagar la deuda depende principalmente de los flujos de su reciente subsidiaria (Telefónica SV).

Una característica de la industria de telecomunicaciones es que 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 consumidores) y su demanda es elevada y no estacional.

Zumma Ratings es de la opinión que el perfil de largo del financiamiento brindado por el Fondo a GIT, permite acotar hasta cierto nivel, potenciales presiones de pago de dividendos para la subsidiaria de GIT.

**Anuncio de primera distribución de beneficios para partícipes del Fondo:** La utilidad neta del Fondo fue de US\$2.05 millones del 18 de agosto de 2021 al 31 de diciembre de 2021. La periodicidad del reparto de beneficios del fondo de inversión de capital en riesgo es anual. Como hecho relevante, AC informó a los partícipes sobre el corte de beneficios del Fondo de Inversión Cerrado de Capital de Riesgo Atlántida, a distribuirse a más tardar el 30 de junio de 2022, por un total de US\$2.05 millones.

En sus dos primeros meses de operación, el Fondo registró un retorno promedio diario anualizado del 11.73%. Posteriormente, dicho rendimiento se ubicó en 7.02% durante el cuarto trimestre de 2021, por la mayor emisión de cuotas de participación para la adquisición de instrumentos financieros. Adicionalmente, la actual rentabilidad del Fondo se ubica en el rango estimado (7.0% - 10.0%) durante sus primeros cinco años de operación.

**Bajo nivel de apalancamiento en estructura financiera:** La relación deuda / patrimonio se situó en 11.9% a diciembre de 2021 (50.0% límite normativo); mientras que la posición de solvencia (patrimonio / activos) fue del 87.6%. A juicio de Zumma Ratings, el fondo de capital en riesgo exhibe un bajo apalancamiento en su estructura financiera.

**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. Rendimientos en línea con proyecciones.

**Debilidades**

1. Concentración de inversiones en sus primeros meses de operación.

**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.

## ENTORNO ECONÓMICO

Según el FMI la economía salvadoreña creció un 10.0% en 2021, similar al valor estimado por el Banco Central de Reservas – BCR (10.3%); reflejando una importante recuperación, después de registrar una contracción económica del 7.9% en 2020. El impulso en la actividad productiva de 2021 estuvo asociado con los elevados flujos de remesas, la reactivación de los sectores y la fuerte demanda externa. Para 2022, el FMI prevé que El Salvador moderará su ritmo de expansión cerca del 3.2%.

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 continuidad de la pandemia, 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 las materias primas, hidrocarburos y fletes de transporte (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 frente a otros países de la región (por ser una economía dolarizada); no obstante, la variación anual del IPC cerró en 6.1% en 2021, superior al promedio de países centroamericanos (4.6%). Es importante precisar que, la factura petrolera de El Salvador se ubicó como la más alta de los últimos ocho años, presentando una expansión anual de 93.0% a diciembre de 2021, acorde con el incremento de la demanda y el alza en el precio internacional de este insumo. Cabe señalar que la invasión de Rusia a Ucrania a partir de febrero de 2022, ha provocado un reciente aumento en el precio de los hidrocarburos. Por otra parte, el volumen de exportaciones registró un crecimiento anual del 31.8%, asociado principalmente con la dinámica en los sectores de maquila e industria manufacturera.

El volumen de remesas familiares ascendió a US\$7,517.1 millones durante 2021, reflejando un crecimiento anual del 26.8%. En opinión de Zumma Ratings, los flujos elevados de envío de remesas familiares podrían continuar, en la medida que el desempleo hispano en Estados Unidos mantenga una tasa baja.

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 2022 y 2023, principalmente por el vencimiento de LETES, CETES y Eurobonos; valorando el nivel de acceso del Gobierno a financiamiento externo e interno. Sin un acuerdo con el FMI para una reforma fiscal integral y cubrir las necesidades de financiamiento, el panorama para colocar nueva deuda de corto y largo plazo se vuelve desafiante para El Salvador.

La situación descrita anteriormente, ha conllevado a que diferentes agencias calificadoras de riesgo internacional hayan tomado acciones de calificación en el rating sobe-

rano en los últimos meses: Moody's modificó el rating a Caa1 desde B3 y ratificó la perspectiva negativa (julio de 2021); Standard & Poor's modificó la perspectiva a negativa desde estable, manteniendo la calificación en B- (octubre de 2021) y Fitch disminuyó la calificación a CCC desde B- ajustando la perspectiva a estable (febrero de 2022).

En otro aspecto, destaca la entrada en vigencia de la Ley Bitcoin a partir del 7 de septiembre de 2021; otorgándole facultades al Bitcoin (BTC) de moneda de curso legal. Adicionalmente, el Gobierno salvadoreño ha anunciado una emisión en BTC por US\$1,000 millones y la construcción de la denominada "Bitcoin City". Dicha emisión se realizaría en el transcurso de 2022 en función a las condiciones de mercado.

## ANÁLISIS DEL SECTOR

El mercado de fondos de inversión registró un importante crecimiento anual de 84.1% a diciembre de 2021, explicado principalmente por la dinámica de expansión de los fondos cerrados, que totalizaron US\$207 millones al cierre de 2021 (US\$6.6 millones en 2020), 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) aumentaron anualmente los activos bajo administración en 23.2%; mientras que los de perfil de liquidez presentaron una contracción anual de 12.1%, en sintonía con el retiro de fondos por parte de participantes bancarios para restituir la reserva de liquidez en el tercer trimestre de 2021. 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. Además, el primer fondo de inversión inmobiliario en el país, administrado por AC, adquirió su primera propiedad el 10 de septiembre de 2019. Como hecho relevante, se menciona el inicio de operaciones del cuarto fondo de AC, de capital de riesgo, el 18 de agosto de 2021.

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 31 de diciembre de 2021, 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 (DICIEMBRE 2021).

**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\$191.6 millones.

**Número de Participes:** 4

**Endeudamiento:** La relación deuda a patrimonio es del 11.9%.

**Rentabilidad Pagada:** 7.00%.

El Fondo 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 la política de inversión del Fondo.

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.

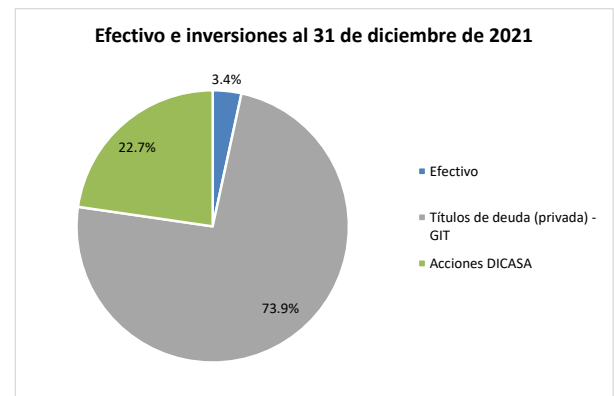
Acorde con el crecimiento del Fondo y la emisión de cuotas de participación, este registró 4 participes en su patrimonio al cierre de 2021; alcanzando el número mínimo (dos) establecido en la Ley de Fondos de Inversión y quedando integrado plenamente.

## ANÁLISIS DE RIESGO DEL FONDO

### Riesgo de Crédito

#### Calidad de las inversiones

El Fondo de Inversión Cerrado de Capital de Riesgo Atlántida refleja un reciente inicio de operaciones, habiendo realizado su primera colocación el 18 de agosto de 2021. Por tanto, el análisis de riesgo del Fondo se fundamenta en el desempeño mostrado al cierre de 2021, sus principales políticas; así como las proyecciones financieras de sus primeros años de operación.



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

El patrimonio del Fondo se ubicó en US\$191.6 millones al diciembre de 2021 (US\$23.6 a agosto de 2021); reflejando una expansión acelerada y un tamaño relevante, a pesar de su poca trayectoria. Adicionalmente, en sus primeros 4 meses, el Fondo ha superado el tamaño de activos proyectados para el primer año de operación (US\$191.6 millones versus US\$40.0 millones). Dicha evolución ha estado en sintonía con la adquisición de dos proyectos de inversión que se detallan a continuación:

1. Compra del 100% de las acciones de la empresa

Desarrollos Inmobiliarios Cascadas, S.A. de C.V. (DICASA) en agosto de 2021.

- Operación de deuda (certificado de inversión privado) con General International Telecom El Salvador, S.A. de C.V. (GIT) en octubre de 2021.

A criterio de Zumma Ratings, la estructura de las inversiones (por tipo de instrumentos y plazos) es congruente con el objetivo de inversión del Fondo; valorándose su naturaleza. En ese sentido, el principal tipo de instrumento en el portafolio es el certificado de inversión privado (título de deuda), representando el 73.9% a diciembre 2021; seguido de las acciones (títulos patrimoniales) con un 22.7%.

Por tipo de sector, telecomunicaciones es el principal registrando una participación del 73.9% de los instrumentos a diciembre de 2021; mientras que el sector inmobiliario y banca exhiben el 26.1% restante. Se señala que compras adicionales en otros sectores, fortalecería el perfil del Fondo 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 31 de diciembre de 2021; destacando que su enfoque principal estará en títulos de oferta privada (no registrado en una bolsa de valores).

En opinión de Zumma Ratings, el Fondo refleja una media-alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas.

#### ***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 cuenta con un largo historial operativo (19 años).

El análisis realizado ha sido con base en cifras no auditadas al 31 de diciembre de 2021 de DICASA.

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.

El proyecto empresarial consiste en la administración de su cartera de inmuebles, los cuales están ubicados en distintos departamentos del país, principalmente San Salvador (53.1% del valor de las propiedades a diciembre de 2021), reflejando una concentración por zona geográfica moderada. DICASA mantiene, en su mayoría, contratos de largo plazo con sus arrendatarios (10-15 años), incorporando cláusulas de protección adecuadas.

El nivel de ocupación de propiedades fue del 100% al cierre de 2021; destacando la trayectoria histórica favorable en este indicador y la ubicación estratégica de varios inmuebles. Un factor a señalar es la concentración de rentas en su principal arrendatario (superior al 50%); aunque se valora el comportamiento estable de ingresos.

La sanidad de la cobranza ha reflejado un comportamiento bueno. Los alivios otorgados en el confinamiento por el brote del COVID-19 se han normalizado a la fecha. En otro aspecto, la concentración por inmueble es baja; haciendo notar la contratación de seguros como mitigantes a riesgos de desastres naturales.

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 83.3% en 2021. La evolución de los pasivos estuvo determinada por la amortización de este préstamo y los pagos realizados por contribuciones y gastos acumulados. A criterio de Zumma Ratings, el perfil de vencimiento del principal pasivo es adecuado, en virtud del plazo del préstamo (15 años) y acorde con la naturaleza de los activos generadores de flujos.

DICASA refleja niveles de solvencia favorables; haciendo notar la tendencia creciente en los últimos cuatro años. En ese contexto la relación patrimonio / activos pasó a 57.9% (2021) desde 48.8% (2018). Se señala que, la razón de pago dividendos sobre las utilidades del período previo de la compañía entre 2017-2020 ha sido en promedio del 50%; estimándose que este indicador se mantendrá relativamente estable. Por otra parte, el apalancamiento financiero (pasivos / patrimonio) de la entidad se ubicó en 0.7x a diciembre de 2021 (0.8x en 2020), acorde con la amortización de préstamos bancarios.

Después de registrar una contracción en su desempeño financiero en 2020 por la contingencia sanitaria, DICASA exhibe una recuperación en 2021. Lo anterior contribuye en una mejora en sus indicadores de rentabilidad. Una característica de la compañía 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 fondo de inversión de capital en riesgo.

La gestora, como administrador del Fondo, puede ofrecer servicios de asistencia técnica o asesorías en materia financiera, análisis de proyectos, entre otros a las sociedades objeto de inversión del Fondo. En ese sentido, AC realiza en la actualidad un rol de supervisión en la conducción de DICASA. Además, con la adquisición del Fondo de las acciones de DICASA, se nombró una nueva Junta Directiva de la compañía, cuyos miembros son parte del Grupo Financiero Atlántida cuyo objetivo principal es el fortale-

cimiento de la gobernanza y la gestión de riesgos de la compañía.

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

GIT es una entidad que es tenedora de acciones, principalmente del sector comunicaciones. Esta inversión que realizó el Fondo consistió en la compra de certificados de inversión privados (títulos de deuda) garantizados por GIT en octubre de 2021. El financiamiento estructurado fue utilizado para que GIT canalizara los recursos para la compra de acciones de Telefónica Móviles El Salvador, S.A. de C.V. (Telefónica SV). Cabe precisar que GIT 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 registró un importe de inversiones en títulos de deuda por US\$141.3 millones a diciembre de 2021; destacando que el perfil de este financiamiento estructurado es de largo plazo, con periodo de gracia y tasa de interés escalonada. En opinión de Zumma Ratings, la capacidad de GIT para pagar la deuda depende principalmente de los flujos de su reciente subsidiaria (Telefónica SV).

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 de telecomunicaciones en país, 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 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 consumidores) y su demanda es elevada y no estacional. Por otra parte, Telefónica es una compañía reconocida en el mercado con larga trayectoria de operación, desde 1997.

GIT ha identificado mejoras de eficiencia en Telefónica que pueden rentabilizarse; destacando que la compañía ha generado pérdidas en algunos años, por la pesada carga operativa y el gasto relevante por depreciación y amortización. Por su parte, la posición de liquidez se considera adecuada, en virtud de la calidad de cuentas por cobrar; destacando que una pequeña parte de su cartera recibió diferimiento por el brote del COVID-19.

La generación de flujos es adecuada con respecto al nivel de obligaciones bancarias; aunque, la compañía registra pasivos por arrendamientos.

Zumma Ratings es de la opinión que el perfil de largo del financiamiento brindado por el Fondo a GIT, permite aco-

tar hasta cierto nivel, potenciales presiones de pago de dividendos para la subsidiaria de GIT.

### **Valor cuota y rentabilidad**

El Fondo inició emitiendo 940 cuotas de participación en agosto de 2021, alcanzando 6,631 cuotas de participación a diciembre de 2021. A la misma fecha el valor cuota se ubicó en \$25,000.

La utilidad neta del Fondo fue de US\$2.05 millones del 18 de agosto de 2021 al 31 de diciembre de 2021. La periodicidad del reparto de beneficios del fondo de inversión de capital en riesgo es anual, después de registrados los gastos corrientes de manejo operativo y financiero y otros gastos extraordinarios. Como hecho relevante, AC informó a los partícipes sobre el corte de beneficios del Fondo de Inversión Cerrado de Capital de Riesgo Atlántida, a distribuirse a más tardar el 30 de junio de 2022, por un total de US\$2.05 millones.

### **Evolución de Rendimiento.**

Fecha	Patrimonio	Cuotas de participación	Rendimiento (diario anualizado)	Valor cuota
ago-21	\$23,592,841	940	11.706%	\$25,099
sep-21	\$23,810,002	940	11.745%	\$25,330
oct-21	\$114,202,132	4,472	7.038%	\$25,537
nov-21	\$120,565,938	4,695	7.018%	\$25,680
dic-21	\$165,775,000	6,631	7.000%	\$25,000
ene-22	\$166,749,168	6,631	7.125%	\$25,147
feb-22	\$167,622,473	6,631	7.054%	\$25,279

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

En sus dos primeros meses de operación, el Fondo registró un retorno promedio diario anualizado del 11.73%. Posteriormente, dicho rendimiento se ubicó en 7.02% durante el cuarto trimestre de 2021, por la mayor emisión de cuotas de participación para la adquisición de instrumentos financieros. Adicionalmente, la actual rentabilidad del Fondo se ubica en el rango estimado (7.0% - 10.0%) durante sus primeros cinco años de operación.

La distribución de dividendos de DICASA y el pago de servicio de la deuda de GIT, determinarán el importe de pagos de beneficios a favor de los inversionistas del Fondo. A la fecha del presente informe, el rendimiento exhibe un comportamiento acorde con lo esperado.

### **Endeudamiento y coberturas**

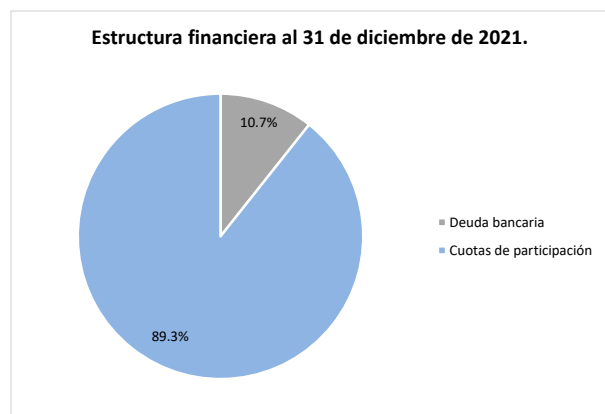
A diciembre de 2021, el Fondo presenta deuda con Banco Atlántida El Salvador, S.A. por US\$20.0 millones que fue utilizada para complementar el pago de la primera inversión realizada. Por su parte, la segunda inversión del Fondo se financió 100% con cuotas de participación. De esta manera la relación deuda / patrimonio se situó en 11.9% a diciembre de 2021 (50.0% límite normativo); mientras que la posición de solvencia (patrimonio / activos) fue del 87.6%. A juicio de Zumma Ratings, el fondo de capital en riesgo exhibe un bajo apalancamiento en su estructura financiera.

Por otra parte, la liquidez del Fondo representó el 3.4% del efectivo e inversiones al cierre de 2021; haciendo notar



que tiene un plazo de 3 años para que el indicador sea al menos del 10%, de acuerdo con su reglamento interno. Dicho plazo se considera razonable debido a que los cambios en la estructura de instrumentos no son inmediatos, por la naturaleza del fondo de inversión (horizonte de inversión de largo plazo).

Si bien la mayor parte del financiamiento se canalizó en la compra de inversiones de oferta privada, una menor cuantía fue utilizada para liquidez del Fondo.



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

El efectivo ha aumentado por los ingresos financieros de inversiones. Por otra parte, el Fondo exhibe un adecuado calce de plazo; haciendo notar que su principal salida de efectivo es la distribución de beneficios a sus partícipes por monto variado en función de las utilidades generadas y recursos disponibles.

### 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 partícipes, vigilando las operaciones que la Gestora realice con los recursos del Fondo.

La gestora totalizó una utilidad neta de US\$696 mil al 31 de diciembre de 2021 (pérdida US\$274 en diciembre 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 fon-

dos abiertos. Asimismo, el flujo proveniente de las actividades de operación en 2021 fue suficiente para cubrir el CAPEX de la compañía 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 anual en el valor de sus fondos del 585.1% al cierre de 2021. A la misma fecha, la compañía se ubicó en la primera posición (tercera en 2020) de gestoras por tamaño de fondos bajo administración con una cuota de mercado del 60.7% (16.3% en 2020). Adicionalmente, se señala que AC inició, recientemente, 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 sus fondos cerrados.

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.

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. La Junta Directiva de AC está integrada de la siguiente manera:

Junta Directiva	
Director Presidente	Gabriel Delgado Suazo
Director Vicepresidente	Edgardo Figueroa Hernández
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

Por otra parte, Zumma Ratings considera que la Alta Ad-



ministración 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. Para 2022, la cantidad de personal aumentaría modestamente.

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 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 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 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 (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).

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*).

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 lí-

mites 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)

	<b>Ago. 21</b>	<b>%</b>	<b>Dic.21</b>	<b>%</b>
<b>ACTIVO</b>				
Efectivo y equivalentes de efectivo	1,891	4%	6,524	3%
Inversiones en Instrumentos Financieros	41,630	95%	184,688	96%
Cuentas por cobrar	2	0%	19	0%
Otros activos	153	0%	335	0%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>43,677</b>	<b>100%</b>	<b>191,565</b>	<b>100%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>43,677</b>	<b>100%</b>	<b>191,565</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>				
Préstamos con bancos y otras entidades financieras	20,050	46%	20,050	10%
Cuentas por pagar	34	0%	3,686	2%
<b>Total Pasivo corriente</b>	<b>20,084</b>	<b>46%</b>	<b>23,736</b>	<b>12%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>20,084</b>	<b>46%</b>	<b>23,736</b>	<b>12%</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Participaciones	23,500	54%	165,775	87%
Utilidad del periodo	93	0%	2,054	1%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>23,593</b>	<b>54%</b>	<b>167,829</b>	<b>88%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>43,677</b>	<b>100%</b>	<b>191,565</b>	<b>100%</b>

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

	<b>Ago. 21</b>	<b>%</b>	<b>Dic.21</b>	<b>%</b>
<b>Ingresos</b>	<b>183</b>	<b>100%</b>	<b>3,278</b>	<b>100%</b>
Ingresos por inversiones	183	100%	3,278	100%
<b>Gastos</b>	<b>36</b>	<b>20%</b>	<b>685</b>	<b>21%</b>
<b>Gastos de operación</b>				
Comisión de administración	33	18%	612	19%
Gastos financieros	1	1%	13	0%
Gastos de operación	1	1%	61	2%
<b>Resultado de operación</b>	<b>147</b>	<b>80%</b>	<b>2,593</b>	<b>79%</b>
Gastos por obligaciones financieras	50	27%	518	16%
Otros gastos	4	2%	21	1%
<b>Utilidad del período</b>	<b>93</b>	<b>51%</b>	<b>2,054</b>	<b>63%</b>
<b>Utilidad neta</b>	<b>92.8</b>	<b>51%</b>	<b>2,054</b>	<b>63%</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.