

FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 28 de abril de 2025

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito	AA+fi.sv	AA+fi.sv	Fondos calificados AAfi muestran una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
Riesgo de Mercado y Liquidez	Rm 2.sv	Rm 2.sv	La calificación de Rm 2 indica una sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado moderada.
Riesgo Administrativo y Operacional	Adm 1.sv	Adm 1.sv	Es la más 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.
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 31.12.24-----			
Retorno: 5.45%	Activos: 6.77	Patrimonio: 6.67	
Volatilidad: 3.04%	Ingresos: 1.99	U. Neta: 0.38	

Historia: Fondo AA+fi / Rm 2+ / Adm 1, asignada el 29.10.19; ↓Rm 2 (27.10.22)

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del Fondo de Ahorro Previsional Voluntario al 31 de diciembre de 2021, 2022, 2023 y 2024; así como información adicional proporcionada por la Administradora.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo decidió mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer Balanceado (en adelante Fondo APV), administrado por Administradora de Fondos de Pensiones Crecer, S.A. (en adelante AFP Crecer): AA+fi.sv en la dimensión de riesgo de crédito, Rm 2.sv en la dimensión de riesgo de mercado y liquidez y Adm 1.sv en la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2024. La perspectiva de la calificación es Estable.

Estabilidad en el valor del fondo: El Fondo APV inició operaciones en julio de 2020, su objetivo es un horizonte de inversión de largo plazo (mayor a 3 años) con exposiciones locales e internacionales que buscan un balance entre rentabilidad y riesgo. El patrimonio del Fondo APV registró estabilidad al primer semestre de 2024 y una ligera tendencia al alza durante el segundo semestre del año; ubicándose en US\$6.7 millones al 31 de diciembre de 2024 (US\$5.6 millones al cierre de 2023). Además, el patrimonio se ha mantenido estable al primer trimestre de 2025, totalizando US\$6.6 millones al 31 de marzo.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.

Baja exposición del portafolio al riesgo de crédito: Los títulos que conforman el portafolio del Fondo APV cuentan con calificaciones en escala local e internacional, las cuales, a efectos del presente análisis, han sido convertidas a escala

local utilizando parámetros internos de Zumma Ratings. En ese contexto, la estructura del portafolio por categoría de riesgo mantiene un perfil de menor riesgo; haciendo notar que los productos bancarios e instrumentos con calificaciones AA- o superior, participaron en promedio en un 94.0% a diciembre 2024 (85.7% a diciembre 2023). De esta manera, la calificación promedio ponderada del portafolio de inversiones (excluyendo Gobierno) es congruente con su calificación en la dimensión de riesgo de crédito. En opinión de Zumma Ratings dicha estructura no registraría cambios sustanciales en los siguientes meses.

Cabe precisar que, las inversiones en títulos extranjeros son administradas por dos gestores internacionales, calificadas en A+ por Fitch Ratings y AA- por S&P en escala internacional.

Aumento en la exposición de instrumentos locales: En términos geográficos, el efectivo y las inversiones se ubicaron en promedio en un 52.9% en El Salvador, mientras que aquellas ubicadas en Estados Unidos reflejaron una participación promedio del 36.3%; complementándose con inversiones en mercados emergentes, Europa y Japón. Además, de comparar con el segundo semestre de 2023, el Fondo APV ha aumentado su exposición en El Salvador, trasladando las inversiones principalmente a renta fija local y, en menor medida, instrumentos bancarios.

Los productos bancarios (cuentas corrientes y depósitos a plazo) representaron en promedio un 7.6% del valor del

fondo de julio a diciembre 2024; los valores de renta fija (incluyendo valores líquidos, ETF y fondos mutuos de renta fija) un 70.7%; mientras que la renta variable participó en 21.7%. Por tipo de instrumento, las titularizaciones exhibieron la mayor participación promedio representando el 18.9% a diciembre 2024; seguido de los ETFs de renta variable (14.4%) y Fondos Mutuos de renta fija (11.7%).

Aumento en el número de posiciones: El Fondo mantiene una concentración promedio de sus mayores dos exposiciones similar a lo observado en 2023; pasando a 20.9% desde 21.3% en el lapso de un año. Los dos mayores emisores fueron el Gobierno de Estados Unidos (Letras del Tesoro) y un Fondo de Titularización. Cabe mencionar que el Fondo APV aumentó levemente el número de exposiciones promedio a diciembre 2024 alcanzando los 28 emisores en el lapso de un año, explicado principalmente por la incorporación de un emisor bancario local; dos ETFs de renta variable del sector financiero de Estados Unidos y del mercado mexicano; y un ETF de renta fija que busca replicar la rentabilidad de un índice compuesto por bonos corporativos de alto rendimiento en dólares estadounidenses.

Fundamentos para la calificación de riesgo de mercado y liquidez.

Favorable rentabilidad; sin embargo, se observa una sensibilización a inicios de 2025, por los riesgos globales (aumentos de aranceles): El valor cuota presentó una tendencia creciente durante 2024, asociado con el sentimiento optimista de los mercados internacionales, la resiliencia de la economía estadounidense y la estabilidad en las tasas de la FED; conllevando a una valorización en las inversiones extranjeras y a retornos positivos, especialmente en la industria tecnológica. En ese sentido, el retorno promedio del Fondo APV fue del 5.45% durante el segundo semestre de 2024 (5.87% en similar periodo de 2023). En ese mismo periodo, la volatilidad disminuyó a 3.04% y el Ratio Shape pasó a 1.79 desde 1.58 en el lapso de un año.

Niveles de liquidez cautelan el pago de retiro de recursos: El volumen de inversiones y efectivo con plazo de vencimiento menor a 30 días presentó un incremento en su promedio semestral, ubicándose en 15.9% a diciembre de 2024 (7.8% a diciembre 2023). Este indicador no considera las posiciones en fondos mutuos y ETFs internacionales al no tener un plazo de vencimiento establecido. No obstante, estos títulos poseen alta capacidad de realización (a precio de mercado), especialmente los fondos mutuos que pueden ser liquidados por el gestor internacional. Adicionalmente, el ratio de liquidez regulatorio registró una gradual tendencia de aumento; ubicándose en 47.6% a diciembre de 2024, sobre un mínimo del 20.0%, mayor a su promedio histórico. Durante el periodo julio-diciembre de 2024, los rescates presentaron una reducción, totalizando US\$730 mil (US\$857 mil en similar periodo de 2023); representando un promedio del 1.9% del patrimonio (2.7% en el segundo semestre de 2023). Cabe mencionar que el Fondo APV pagó

los retiros de recursos de las cuentas individuales sin recurrir a deuda.

Participaciones de los mayores inversionistas no representan un riesgo para el Fondo APV: A diciembre 2024 el principal inversionista participó con el 4.1% del patrimonio del fondo y los 15 mayores con un 19.7% a diciembre 2024 (7.1% y 24.3%, respectivamente, al mismo periodo de 2023). Lo anterior está asociado con la ausencia de inversionistas institucionales, dado que el producto está orientado únicamente a personas naturales.

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Nuevo accionista de AFP Crecer con experiencia en la administración de fondos de pensiones: El 14 de junio de 2024, se efectuó la transferencia de la totalidad de las acciones propiedad de AFP y Cesantías Protección, S.A. en AFP Crecer, a Centro Financiero Crecer, S.A. (en adelante CFC), sociedad panameña que opera en mercados financieros de Centroamérica y el Caribe, luego de obtenerse las diferentes aprobaciones regulatorias requeridas en El Salvador.

Posteriormente, CFC tomó control de AFP Crecer y el 24 de enero de 2025, comunicó que vendió 110,000 acciones de AFP Crecer a favor de Ignite Venture, Sociedad de Responsabilidad Limitada con domicilio en Panamá. Como resultado de dicha operación, CFC es propietaria del 88.99% de la compañía, Ignite Venture del 11.0% y el resto en minoritarios.

Adicionalmente, Centro Financiero Crecer, S.A. cuenta con la experiencia y respaldo del Grupo Rizek, uno de los mayores grupos económicos de la República Dominicana, con una fuerte presencia en los sectores de agricultura, energía y servicios financieros. El grupo refleja experiencia en el sector previsional en República Dominicana.

Fuerte esquema de gobernanza incide para una alta cultura de gestión riesgos en toda la organización: El esquema de gobierno corporativo de AFP Crecer, no registró cambios relevantes después de la incorporación de su nuevo accionista; destacando la participación de su grupo controlador en la operación de AFP Crecer.

La matriz de la compañía tiene participación en los órganos clave de gobierno corporativo como Junta Directiva y en los comités de apoyo (inversión, riesgos, la vado de activos, auditoría, entre otros). A criterio de Zumma Ratings, la administración de la Compañía es efectiva en la gestión diligente de fondos previsionales; la independencia y segregación de funciones entre áreas importantes favorece el ambiente robusto de control para la asignación de activos.

En otro aspecto, las sinergias potenciales entre AFP Crecer y su matriz podrían generar economías de escala y un intercambio de conocimientos y prácticas para la gestión de riesgos y generar un mayor ambiente de control en la operación. Cabe mencionar que los principales softwares de la compañía son MIDAS y AFP Core; valorándose como herramientas sólidas.

Fortalezas

1. Calidad crediticia del portafolio de inversiones.
2. Niveles de liquidez y títulos de alta realización.
3. Fuerte ambiente de control y gobernanza.

Debilidades

1. Mayor volatilidad en los retornos con respecto a otros productos conservadores.

Oportunidades

1. Incorporación de un mayor número de partícipes que los proyectados.
2. Compra de inversiones de alto valor en el largo plazo en momentos donde el mercado va a la baja .

Amenazas

1. Escenarios de riesgo sistémico de liquidez.
2. Retiro masivo de partícipes.

ENTORNO ECONÓMICO

El PIB de la economía salvadoreña registró un crecimiento anual del 2.6% durante 2024, de acuerdo con el Banco Central de Reserva (BCR); reflejando una desaceleración con respecto a 2023, cuya tasa se ubicó en 3.5%. Adicionalmente, la expansión económica de 2024 estuvo por debajo del rango que proyectaba el BCR (entre 3.0% y 3.5%). Para 2025, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial (BM) prevén que la economía salvadoreña crecerá en 2.5% y 2.7%, respectivamente.

Como variables que impulsarían la actividad económica en el corto plazo se destacan el aporte de las remesas familiares. Asimismo, se espera que uno de los sectores con mayor dinamismo sea turismo, atribuido al clima de seguridad ciudadana; además, la mejora en la perspectiva para acceder a los mercados internacionales (acuerdo alcanzado con el FMI).

Por otra parte, como factores que generan incertidumbre, se señalan la tendencia creciente en el nivel de endeudamiento público, las deportaciones masivas que está ejecutando la actual administración de los Estados Unidos, los retos domésticos para atraer inversión extranjera directa; así como las políticas en materia comercial (aranceles) que implementa la administración Trump.

Históricamente, El Salvador se ha caracterizado por mantener bajos niveles de inflación (economía dolarizada). En ese sentido, según la SECMCA, la inflación en El Salvador cerró en 0.29% al 31 de diciembre de 2024 (1.23% en similar período de 2023), ubicándose por debajo del promedio de los países centroamericanos, incluyendo Panamá y República Dominicana (1.82%). Por su parte, la factura petrolera de El Salvador registró un total de US\$2,319.5 millones al cierre de 2024, mostrando una reducción interanual de 6.8%, dada la dinámica de precios en el mercado de materias primas.

En otro aspecto, el volumen de exportaciones registró una contracción interanual del 0.8% al 31 de diciembre de 2024, asociada principalmente con la evolución de los sectores industria manufacturera de maquila y suministro de electricidad, gas, vapor y aire acondicionado. Cabe mencionar que el volumen de remesas familiares totalizó US\$8,479.7 millones durante 2024; reflejando un crecimiento del 2.5% con respecto a 2023. Asimismo, se señala que, a febrero de 2025, éstas aceleraron su crecimiento en 14.2%, el mayor crecimiento interanual de los últimos tres años. En opinión de Zumma Ratings, se debe monitorear la evolución de los flujos de envío de remesas familiares por los impactos que podrían experimentar por las políticas migratorias actuales en los Estados Unidos.

Un aspecto considerado en el análisis es el crecimiento en la deuda pública del país. El saldo de ésta (incluyendo la deuda previsional) totalizó en US\$32,144 millones al cierre de 2024, de acuerdo con el BCR; determinando una expansión del 8.6% con respecto a 2023. Se destaca que, durante los últimos dos años, el gobierno salvadoreño realizó una serie de medidas para aliviar su calendario de servicio de la deuda (canje de deuda con los fondos de pensiones con

periodo de gracia y el reperfilamiento de la deuda de corto a mediano/largo plazo, en tenencia de la banca privada salvadoreña).

En el mismo sentido, se señala que el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un nuevo acuerdo de 40 meses en el marco del Servicio Ampliado del Fondo (SAF) para El Salvador, con un acceso equivalente a US\$1.4 mil millones, con dicho acuerdo, se permite un desembolso inmediato equivalente a US\$113 millones. El objeto de este programa es garantizar que se den las condiciones necesarias para impulsar las perspectivas de crecimiento y la resiliencia de El Salvador a través del fortalecimiento de las finanzas públicas, la acumulación de reservas externas y financieras y la mejora de la gobernanza y la transparencia; así como mitigar los riesgos asociados al Bitcoin.

Con respecto a la calificación soberana, el Gobierno de El Salvador (GOES) presentó una mejora en su calificación pasando a B- desde CCC+ en noviembre de 2023 (S&P), fundamentándose entre otros aspectos, en la menor presión de liquidez en el corto plazo; mientras que en enero de 2025 la agencia Fitch Ratings elevó la nota de riesgo de El Salvador a B- desde CCC+ con perspectiva estable tras la reducción de las necesidades de financiación del país y la flexibilización del acceso al mercado y, a ese momento, el acuerdo a nivel técnico alcanzado con el FMI.

ANÁLISIS DEL SECTOR

El mercado de fondos de ahorro previsionales voluntarios está integrado por cuatro patrimonios independientes (cada AFP administra dos), a la fecha del presente reporte; haciendo notar que el perfil de estos fondos es de mediano y largo plazo. Al cierre de 2024, el importe consolidado de los activos bajo administración (AUM por sus siglas en inglés) totalizó US\$24.9 millones, determinando una tasa de expansión anual del 71.5%. Dicha variación estuvo en sintonía con la evolución del Fondo APV Proyecta Life; así como por el lanzamiento al mercado del segundo fondo APV de AFP Crecer (Fondo APV Crecer Renta Fija), el 15 de enero de 2024.

Las inversiones en instrumentos locales predominan en los portafolios de los productos de ahorro voluntario; asimismo, por tipo de producto, el enfoque principal es la renta fija. En lo referente al contexto internacional, el 19 de marzo de 2025, la FED mantuvo la pausa en ciclo de recorte de tasas, registrando un rango objetivo de tasas entre el 4.25% y el 4.50%. La decisión obedece al entorno de incertidumbre que valora sobre las políticas de la presidencia Trump; así como al hecho que la inflación no está en los niveles que el banco central desea.

Adicionalmente, el 03 de abril de 2025, Estados Unidos anunció aranceles históricos a las importaciones de dicho país. Al respecto, los activos financieros en renta fija y variable registraron caídas significativas ante el aumento de la probabilidad de que Estados Unidos entre en una recesión y por las perspectivas que las empresas tengan un menor desempeño financiero.

En otro aspecto, es relevante mencionar que actualmente, cada administradora cuenta con su metodología interna para valorar las inversiones locales y regionales que integran el portafolio de cada fondo. Las inversiones extranjeras son valoradas por entidades especializadas con larga trayectoria. 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 valorar los instrumentos financieros bajo una metodología estándar.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA

AFP Crecer es una compañía salvadoreña constituida el 4 de marzo de 1998 y es regulada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). La compañía tiene como objetivo la administración de patrimonios individuales denominados fondos de pensiones, el marco que rige su operación se encuentra contenido en la Ley Integral del Sistema de Pensiones (LISP). AFP Crecer invierte los recursos de los Fondos de Pensiones bajo su administración con el objeto de tener una mezcla balanceada entre retornos, liquidez y riesgos para pagar beneficios y prestaciones previsionales a sus afiliados en el momento de jubilación.

A la fecha del presente reporte, AFP Crecer administra un fondo de pensiones obligatorio de acuerdo con la LISP y dos fondos de ahorro previsional voluntario. Los activos en administración (AUM por sus siglas en inglés) de AFP Crecer totalizaron US\$8,364 millones al 31 de diciembre de 2024.

El 14 de junio de 2024, se efectuó la transferencia de la totalidad de las acciones propiedad de AFP y Cesantías Protección, S.A. en AFP Crecer, a Centro Financiero Crecer, S.A. (CFC), sociedad panameña que opera en mercados financieros de Centroamérica y el Caribe, luego de obtenerse las diferentes aprobaciones regulatorias requeridas en El Salvador.

Adicionalmente, Centro Financiero Crecer, S.A. cuenta con la experiencia y respaldo del Grupo Rizek, uno de los mayores grupos económicos de la República Dominicana, con una fuerte presencia en los sectores de agricultura, energía y servicios financieros. El grupo refleja experiencia en el sector previsional en República Dominicana.

Como hecho relevante, se menciona que CFC comunicó el 24 de enero de 2025 que vendió 110,00 acciones de AFP Crecer a favor de Ignite Venture, Sociedad de Responsabilidad Limitada con domicilio en Panamá. Como resultado de dicha operación, CFC es propietaria de 889,991 acciones de AFP Crecer, representando el 89.0% del capital social de esta última.

Los estados financieros de AFP Crecer y el Fondo APV han sido preparados conforme a las normas contables emitidas por el Comité de Normas del Banco Central de Reserva que les son aplicables y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), prevaleciendo la normativa emitida por el Comité de Normas del BCR cuando haya conflicto

con las NIIF. Al 31 de diciembre de 2024, el auditor externo expresó una opinión limpia sobre los estados financieros auditados de AFP Crecer y el Fondo APV.

CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO (31 DE DICIEMBRE DE 2024)

Nombre del Fondo: Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer Balanceado.

Sociedad Administradora: Administradora de Fondos de Pensiones Crecer, S.A.

Inicio de Operaciones: 1 de julio de 2020.

Inversionista Objetivo del Fondo: Este fondo está dirigido a participantes con horizonte de inversión mayor a tres años, que buscan un balance entre rentabilidad y riesgo. En virtud de lo anterior, es necesario que el participante tenga un mínimo de conocimiento sobre el funcionamiento del mercado de valores.

Activos del Fondo: US\$6.77 millones.

Moneda: US Dólar.

Número de partícipes: 1,592 partícipes.

Aporte inicial mínimo: Mínimo US\$25.00 si se realiza a través de descuento en planilla o por descuento automático, cualquier otro medio tendrá como aporte mínimo USD\$250.00, y a partir de ambos montos múltiplos de USD\$1.00

Monto mínimo de retiro: US\$25.00

Plazo de permanencia mínima obligatoria: 30 días calendario.

Rentabilidad: 5.45% anualizada de los últimos 6 meses.

Volatilidad: 3.04%.

Duración: 2.56 años.

ANÁLISIS DE RIESGO

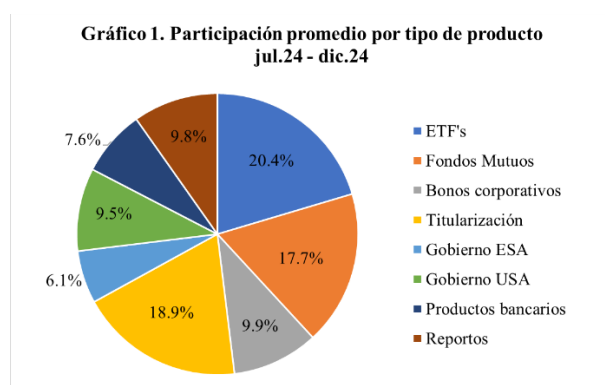
Riesgo de Crédito

A criterio de Zumma Ratings, el Fondo APV, administrado por AFP Crecer, exhibe una alta capacidad para no incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Dicha opinión se fundamenta en la calidad crediticia de los emisores que respaldan las inversiones del portafolio del Fondo APV, su diversificación por exposición e instrumentos; así como una modesta participación en títulos garantizados por el Gobierno de El Salvador.

Los títulos que conforman el portafolio del Fondo cuentan con calificaciones en escala local e internacional, las cuales, a efectos del presente análisis, han sido convertidas a escala local utilizando parámetros internos de Zumma Ratings. En ese contexto, la estructura del portafolio por categoría de riesgo mantiene un perfil de menor riesgo; haciendo notar que los productos bancarios e instrumentos con calificaciones AA- o superior, participaron en promedio en un 94.0% a diciembre 2024 (85.7% a diciembre 2023). De esta manera, la calificación promedio ponderada del portafolio de inversiones (excluyendo Gobierno) es congruente con su calificación en la dimensión de riesgo de crédito. En opinión de Zumma Ratings dicha estructura no registraría cambios sustanciales en los siguientes meses.

Cabe precisar que, las inversiones en títulos extranjeros son administradas por dos gestores internacionales, calificadas en A+ por Fitch Ratings y AA- por S&P en escala internacional.

En términos geográficos, el efectivo y las inversiones se ubicaron en promedio en un 52.9% en El Salvador, mientras que aquellas ubicadas en Estados Unidos reflejaron una participación promedio del 36.3%; complementándose con inversiones en mercados emergentes, Europa y Japón. Además, de comparar con el segundo semestre de 2023, el Fondo APV ha aumentado su exposición en El Salvador; trasladando las inversiones principalmente a renta fija local y, en menor medida, instrumentos bancarios.



Fuente: Administradora de Fondos de Pensiones Crecer, S.A.; Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

La estructura del portafolio, de acuerdo con el reglamento del producto voluntario, puede estar compuesta de la siguiente forma: valores de renta fija (excluyendo aquellos que son denominados como “alta liquidez”) hasta un 70% del total del activo; valores de renta variable entre el 10% y el 30%; y caja, depósitos y valores líquidos un mínimo del 20%. Cabe señalar que el portafolio está alineado con los límites antes descritos al segundo semestre de 2024. En ese sentido, los productos bancarios (cuentas corrientes y depósitos a plazo) representaron en promedio un 7.6% del valor del fondo de julio a diciembre 2024; los valores de renta fija (incluyendo valores líquidos, ETF y fondos mutuos de renta fija) un 70.7%; mientras que la renta variable participó en 21.7%. Por tipo de instrumento, las titularizaciones exhibieron la mayor participación promedio representando el 18.9% a diciembre 2024; seguido de ETFs de renta variable (14.4%) y fondos mutuos de renta fija (11.7%).

El vehículo utilizado por el equipo gestor para realizar las inversiones extranjeras del fondo son los fondos mutuos y los fondos cotizados (o ETF's por sus siglas en inglés), estos últimos compuestos por subyacentes cuyos rendimientos replican el desempeño de un mercado específico y sus participaciones son negociadas en mercado secundario en mercados internacionales de capital.

Por su parte, los instrumentos respaldados por el Gobierno salvadoreño durante los últimos seis meses de 2024 corresponden exclusivamente a inversiones en LETES. Además, la participación promedio en el riesgo soberano disminuyó a 6.1% entre julio y diciembre de 2024 (7.7% en similar periodo de 2023), proyectando mantener este nivel en 2025. Adicionalmente, desde agosto 2022 la Administración ha

incorporado en el portafolio posiciones en Letras del Tesoro de Estados Unidos, alcanzando una participación del 9.5% sobre el total del patrimonio durante segundo semestre de 2024.

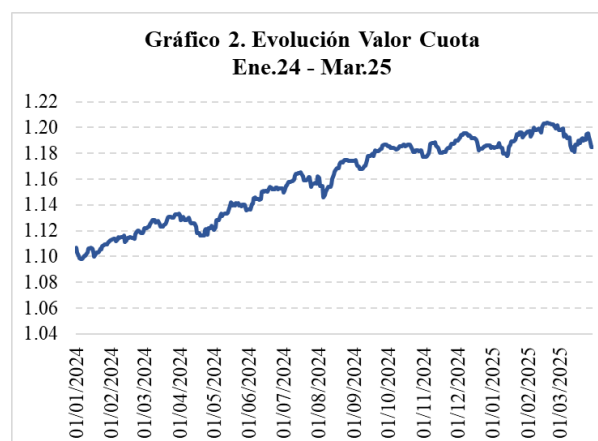
El Fondo mantiene una concentración promedio de sus mayores dos exposiciones similar a lo observado en 2023; pasando a 20.9% desde 21.3% en el lapso de un año. Los dos mayores emisores fueron el Gobierno de Estados Unidos (Letras del Tesoro) y un Fondo de Titularización.

Cabe mencionar que el Fondo APV aumentó levemente el número de exposiciones promedio a diciembre 2024 alcanzando los 28 emisores en el lapso de un año, explicado principalmente por la incorporación de un emisor bancario local; dos ETFs de renta variable del sector financiero de Estados Unidos y del mercado mexicano; y un ETF de renta fija que busca replicar la rentabilidad de un índice compuesto por bonos corporativos de alto rendimiento en dólares estadounidenses.

Por otra parte, las operaciones de reportos activas representaron en promedio un 9.8% en el segundo semestre de 2024, alcanzando una participación máxima de 13.1% del portafolio en julio de 2024, cumpliendo con el límite máximo establecido en las políticas del Fondo APV.

Riesgo de Mercado y Liquidez

Las inversiones con alto grado de realización, la mayor rentabilidad respecto al promedio de sus pares y los modestos niveles de concentración por participante, en virtud de su naturaleza, se ponderan como fortalezas. Por otra parte, se señala la exposición al riesgo de mercado proveniente de las inversiones en mercados globales; valorándose la volatilidad de estos instrumentos en el actual entorno.



Fuente: Administradora de Fondos de Pensiones Crecer, S.A.; Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

El valor cuota presentó una tendencia creciente durante 2024, asociado con el sentimiento optimista de los mercados internacionales, la resiliencia de la economía estadounidense y la estabilidad en las tasas de la FED; conllevando a una valorización en las inversiones extranjeras y a retornos positivos, especialmente en la industria tecnológica.

En ese sentido, el retorno promedio del Fondo APV fue del 5.45% durante el segundo semestre de 2024 (5.87% en similar periodo de 2023). En ese mismo periodo, la volatilidad disminuyó a 3.04% y el Ratio Sharpe pasó a 1.79 desde 1.58 en el lapso de un año.

Posteriormente, el rendimiento promedio del Fondo APV al primer trimestre de 2025 disminuyó a 0.94%. Esta tendencia se explica por la reciente volatilidad presentada en los mercados internacionales, marcada por la guerra comercial, el temor a una posible recesión en Estados Unidos, los persistentes niveles de inflación y conflictos geopolíticos.

Tabla 1. Indicadores de rentabilidad

	Rendimiento anual	Volatilidad anual	Ratio Sharpe
S2 2024	5.45%	3.04%	1.793
S1 2024	8.12%	2.94%	2.757
S2 2023	5.87%	3.72%	1.578
S1 2023	8.72%	3.84%	2.270

Fuente: Administradora de Fondos de Pensiones Crecer, S.A.; Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Con relación a la estrategia de inversión, AFP Crecer aumentó gradualmente en 2024 la participación en instrumentos internacionales, en virtud de la fortaleza del mercado estadounidense y los retornos positivos de la renta variable internacional. Durante el primer trimestre de 2025 la volatilidad del mercado ha estado determinada por las decisiones de política comercial de la administración de Donald Trump, las tensiones geopolíticas, la incertidumbre económica mundial y la postura cautelosa que ha tomado la Reserva Federal sobre los futuros recortes de tasas. No obstante, el mercado estadounidense sigue mostrando resiliencia. En ese contexto, AFP Crecer espera mantener en el corto plazo su estrategia actual de exposición en instrumentos extranjeros.

Un aspecto que se considera en el análisis es la exposición a los cambios de precios en los activos financieros, inherente a la dinámica de los mercados globales de capital. En ese contexto, la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y las políticas comerciales adoptadas por el Gobierno de Estados Unidos, son factores que influirán en los precios de los instrumentos extranjeros durante 2025 y en la evolución del valor cuota del fondo.

En términos de duración, el Fondo APV ha presentado una tendencia decreciente, explicada por el aumento de las inversiones en el mercado de reportos, instrumentos bancarios y Letras del Tesoro de Estados Unidos con vencimiento menor a 30 días; situándose en 2.56 años a diciembre 2024 (3.34 años en similar periodo de 2023), por debajo del límite establecido en su política de inversión (duración máxima de 7 años). Dicha medición incorpora los vencimientos de los títulos subyacentes de renta fija (bonos, ETF's y fondos mutuos). Cabe precisar que las carteras con menores plazos se ajustan más rápido a los rendimientos de mercado.

Por otra parte, el perfil de las inversiones extranjeras (47.7% promedio del portafolio) se considera de alta realización; sin embargo, éstas se encuentran expuestas al riesgo de cambio de precios. Al respecto, el indicador de Valor en Riesgo (VaR en inglés) mensual denota un comportamiento

dentro de los parámetros establecidos por AFP Crecer, ubicándose en 0.29% a diciembre 2024. En adición, el fondo APV no registra exposiciones al riesgo de tipo de cambio en virtud que todas sus operaciones son en dólares de los Estados Unidos.

El volumen de inversiones y efectivo con plazo de vencimiento menor a 30 días presentó un incremento en su promedio semestral, ubicándose en 15.9% a diciembre de 2024 (7.8% a diciembre 2023). Este indicador no considera las posiciones en fondos mutuos y ETFs internacionales al no tener un plazo de vencimiento establecido. No obstante, estos títulos poseen alta capacidad de realización (a precio de mercado), especialmente los fondos mutuos que pueden ser liquidados por el gestor internacional. Adicionalmente, el ratio de liquidez regulatorio registró una gradual tendencia de aumento; ubicándose en 47.6% a diciembre de 2024, sobre un mínimo del 20.0%, mayor a su promedio histórico.

Por plazos de vencimiento, la ventana superior a 2 años concentró en promedio el 27.5% del total de efectivo e inversiones al segundo semestre de 2024 (32.4% en el mismo periodo de 2023), explicado por la compra de Certificados de Inversión emitidos por bancos, Valores de Titularización y Letras del Tesoro de Estados Unidos; mientras que la ventana menor a 30 días participó con el 15.9%.

Durante el periodo julio-diciembre de 2024, los rescates presentaron una reducción, totalizando US\$730 mil (US\$857 mil en similar periodo de 2023); representando un promedio del 1.9% del patrimonio (2.7% en el segundo semestre de 2023). Cabe mencionar que el Fondo APV pagó los retiros de recursos de las cuentas individuales sin recurrir a deuda.

Los participantes del Fondo APV pueden realizar redenciones en cualquier momento, con la salvedad que el plazo mínimo de permanencia es de 30 días hábiles, de lo contrario se aplica una comisión por retiro anticipado del 2% sobre el valor de la cantidad a retirar, de acuerdo con su reglamento.

En otro aspecto, a diciembre 2024, el principal inversionista participó con el 4.1% del patrimonio del fondo y los 15 mayores con un 19.7% a diciembre 2024 (7.1% y 24.3%, respectivamente, al mismo periodo de 2023). Lo anterior está asociado con la ausencia de inversionistas institucionales, dado que el producto está orientado únicamente a personas naturales.

Riesgo Administrativo y Operacional

AFP Crecer es una de las dos compañías que gestionan fondos de pensiones en el mercado salvadoreño, dado el tamaño del mercado laboral en el país, hay altas barreras de entrada para nuevos competidores; determinando que ambas compañías estén consolidadas en el sector previsional. Los activos bajo administración (AUM por sus siglas en inglés) de AFP Crecer representaron el 48.5% del Sistema de Ahorro Previsional a diciembre de 2024; asimismo, concentró el 49.1% de los ingresos totales por comisión del mercado y el 52% de los afiliados.

La compañía tiene más de dos décadas de experiencia en el mercado local, permitiendo una amplia base de afiliados que generan un flujo importante y constante de recaudación, en virtud de la administración de fondos obligatorios de acuerdo con la LISP. Lo anterior, favorece el alto nivel de desempeño financiero de AFP Crecer. Además, con la aprobación de LISP de diciembre de 2022, a pesar de la disminución de la comisión por administración al 1.0% del Ingreso Base de Cotización - IBC (antes del 1.90%), el desempeño financiero de AFP Crecer registra una expansión importante.

AFP Crecer registró un crecimiento anual en su utilidad neta del 17% en 2024, equivalente en términos monetarios a US\$3.1 millones. Dicha variación obedeció a la disminución por costos en primas de seguros y el aporte de ingresos extraordinarios. Además, el margen neto pasó a 42.0% desde 36.9% en el lapso de un año; mientras que el ROAA y ROAE se ubicaron en 48.3% y 67.1%, respectivamente.

Un aspecto de riesgo valorado en el análisis es la exposición que tiene el sector de pensiones a cambios en el marco legal. Según el FMI, el país necesita una nueva reforma de pensiones para darle sostenibilidad al sistema, a fin de incorporar los costos fiscales y pasivos contingentes. En opinión de Zumma Ratings, el principal reto es realizar una reforma técnica que incorpore los elementos financieros y actuariales requeridos.

Por otra parte, en el análisis de AFP Crecer se pondera el buen nivel de flujos EBITDA; la ausencia de deuda; así como su sólida posición de solvencia.

En virtud de la experiencia de la Alta Gerencia y el acompañamiento de su nuevo accionista (Centro Financiero Crecer), Zumma Ratings considera que AFP Crecer tiene la capacidad para desarrollar de manera apropiada, la administración de los fondos de pensiones. Cabe mencionar que, a criterio de la agencia calificadora de riesgo, AFP Crecer es altamente estratégica para su grupo controlador debido a que la subsidiaria opera en un segmento de negocio en el que CFC tiene experiencia; destacando las posibles sinergias que pueden generarse.

Se señala que CFC tiene presencia en los órganos de control de AFP Crecer (Junta Directiva, Comité de Inversiones, Comité de Riesgos, entre otros).

Una vez culminada la operación de compra/venta de las acciones de AFP Crecer, la documentación y las funciones de los principales órganos de gobernanza no han experimentado cambios sustanciales; tampoco se registraron grandes cambios en la Plana Gerencial de la compañía.

La compañía refleja tres contingencias en su contra al 31 de diciembre de 2024. Dichas contingencias son en su mayoría sanciones interpuestas por el regulador, AFP Crecer ha apelado y presentado pruebas a dichas resoluciones, estando a la espera de las respectivas sentencias. El importe de todas estas sanciones/demandas no superan el 1.0% del patrimonio de la compañía. En opinión de Zumma Ratings, estas contingencias no constituyen una amenaza grave a la operación de AFP Crecer, ni tampoco se espera que impacten

de forma relevante en su reputación.

La Junta Directiva de AFP Crecer fue reestructurada, después de realizado el traspaso de acciones, la Junta Directiva está integrada por cinco miembros propietarios y cinco suplentes. La mayoría de Directores están vinculados con CFC y la Junta Directiva no cuenta con miembros independientes. La experiencia de los directores es apropiada para la administración de fondos previsionales.

Cargo	Nombre
Director Presidente	Héctor José Rizek Guerrero
Director Vicepresidente	Juan Manuel Barranco Simó
Director Secretario	Ezequiel Freylejer
Cuarto Director Propietario	Alejandro Santoni Fernández
Quinto Director Propietario	Héctor Manuel Salcedo Llibre
Primer Director Suplente	José Alejandro Carrero Rodríguez
Segundo Director Suplente	Suzanne Bergés Garrido
Tercer Director Suplente	Francisco Antonio Carrasco Padilla
Cuarto Director Suplente	José Gior Luis Ariza Medrano
Quinto Director Suplente	Gianna Altagracia D'Oleo M.

La estructura organizacional de AFP Crecer se considera favorable para mantener el desempeño del negocio y sostener el ambiente de control y de gestión de riesgos. La experiencia administrando fondos de pensiones desde 1998, permite a la compañía ostentar un equipo consolidado y alineado con los objetivos estratégicos.

La gobernanza de la compañía es fuerte en virtud de la estructura para la toma de decisiones, la Junta Directiva se apoya en diversos comités, entre ellos se menciona: Auditoría, Riesgos, Presidencia, Lavado de Dinero, Inversiones Fondos Propios, Inversiones de Fondos (en administración), entre otros. En dichos comités participan miembros de Junta Directiva y funcionarios de la compañía; destacando el dichos controles y monitoreos permiten que la conducción de AFP Crecer se ubique en los niveles de apetito de riesgo establecidos.

Tanto el Manual de Gobierno Corporativo como el Código de Conducta establecen lineamientos sobre el actuar de los diferentes funcionarios de AFP Crecer para garantizar una conducta ética, transparente y cautelar casos de posibles conflictos de interés. Dichos documentos están pegados con estándares internacionales y con los requerimientos exigidos por la SSF.

En términos de organización, AFP Crecer está compuesta por Presidencia Ejecutiva, ocho Direcciones y el área de cumplimiento que permiten segregar adecuadamente las funciones de inversión (propias y de terceros), riesgos, control interno, comercialización, tecnología y operaciones. En esa línea, la compañía refleja procesos que favorecen la independencia entre la unidad que formula la estrategia de inversión (Comité de Inversiones) y la unidad que la ejecuta (Dirección de Inversiones).

El Comité de Inversiones es el encargado de definir la asignación estratégica de activos (*asset allocation*) con base en el análisis de los instrumentos y de las macro tendencias en

el mercado. Zumma Ratings valora que la experiencia de los miembros del Comité de Inversiones es amplia y buena para la toma de decisiones de inversión, la mayor parte de los miembros de este comité tienen una larga trayectoria en la administración de portafolios y mercados de capital. El comité está formado por tres miembros, todos externos, pues ninguno forma parte de la Administración de AFP Crecer.

La Dirección de Procesos y Riesgos participa activamente en la identificación, medición, valoración, mitigación y monitoreo a los riesgos financieros y no financieros relacionados con la operación. Esta dirección reporta periódicamente al Comité de Riesgos, conformado por tres miembros, todos con vinculación con AFP Crecer de República Dominicana (Miembro del Consejo de Administración con experiencia en gestión de activos y administración de carteras; Directora Senior de Auditoría y VP de Tecnología y Operaciones). El Comité de Riesgos sesiona generalmente cada mes y brinda a la Junta Directiva, un análisis sobre el perfil de riesgo de los fondos administrados y como éstos pueden cambiar bajo escenarios y supuestos de estrés.

El análisis crediticio que realiza la Dirección de Procesos y Riesgos para recomendar la compra de nuevos títulos o aumentar la exposición en emisores específicos, se valora como robusto en virtud que no solamente contemplan aspectos financieros, sino también elementos cualitativos como: criterios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG por sus siglas en inglés), estabilidad política, entorno macroeconómico, comportamiento ético, prácticas laborales y reputación corporativa, entre otros. En el caso de riesgo de contraparte, las instituciones son evaluadas para determinar si cuentan con la capacidad de cumplir con sus obligaciones, por medio de una metodología interna que calcula un *score* asociado con una calificación interna, este análisis fundamenta la toma de decisión para incluir o mantener relaciones con alguna contraparte.

Cabe precisar que AFP Crecer diversifica los portafolios de soluciones en varios emisores, estableciendo límites por emisor, título, grupo empresarial, entre otros (de acuerdo con criterios propios y el marco regulatorio). La herramienta MIDAS contribuye en este proceso y da alertas tempranas en caso se acerque a umbrales establecidos.

Para el riesgo de mercado del Fondo APV, la alta administración utiliza el Valor en Riesgo (VaR por sus siglas en inglés), duración, entre otros. La herramienta Markrisk calcula el VaR del portafolio de manera automática, incorporando parámetros establecidos. Dicho reporte se realiza de manera diaria y la administración realiza pruebas de *back testing* para comparar que el número de fallos sea congruente con el nivel de confianza seleccionado (95%). Además, AFP Crecer emplea la metodología del VaR histórico, aunque la compañía también calcula el VaR por el método paramétrico y Monte Carlo.

AFP Crecer tiene un indicador propio de alerta temprana y realiza pruebas de estrés para controlar el riesgo de liquidez. El indicador táctico contempla el volumen de efectivo en caja, flujos estimados de aportes, vencimientos de títulos y obligaciones de corto plazo del fondo en administración. Asimismo, la administración evalúa y realiza planes para crisis sistémicas de liquidez que incluyen: niveles óptimos de liquidez de acuerdo con las normas técnicas del regulador, venta de títulos y operaciones pasivas de reporto.

Por su parte, la metodología de valoración de los títulos locales que integran el portafolio toma como base la metodología de valoración para los fondos de pensiones obligatorios. La Administración ha realizado algunos ajustes en dicha metodología para valorar las inversiones locales del Fondo APV con el objetivo que el precio teórico se acerque lo más posible a su valor de mercado. Para el caso de títulos globales, se toma la valorización de la plataforma de *Bloomberg* e información de los gestores de fondos en los que invierten.

En términos de herramientas tecnológicas, AFP Core y MIDAS son los utilizados por AFP Crecer para su operación de administración de fondos de pensiones. Las herramientas que utiliza la compañía se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio; haciendo notar que su funcionalidad está comprobada. Finalmente, AFP Crecer cuenta con un plan de contingencia debidamente documentado. El Data Center de la compañía se encuentra localizado en uno de sus edificios en San Salvador; mientras que el Centro Almacenamiento de Datos está en una empresa especializada en resguardo de datos.

ANEXO 1: ESTADOS FINANCIEROS DEL FONDO APV

FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de US Dólares)

	Dic.21	%	Dic.22	%	Dic.23	%	Dic.24	%
ACTIVO								
Activos corrientes								
Efectivo y equivalentes	660	8%	297	5%	180	3%	251	4%
Inversiones Financieras	7,749	92%	5,125	95%	5,462	97%	6,515	96%
Otros activos	1	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Total Activo corriente	8,410	100%	5,422	100%	5,642	100%	6,767	100%
TOTAL ACTIVO	8,410	100%	5,422	100%	5,642	100%	6,767	100%
PASIVO								
Pasivos corrientes								
Cuentas por pagar	13	0%	8	0%	9	0%	94	1%
Total Pasivo Corriente	13	0%	8	0%	9	0%	94	1%
TOTAL PASIVO	13	0%	8	0%	9	0%	94	1%
PATRIMONIO								
Cuentas individuales	8,397	100%	5,413	100%	5,633	100%	6,673	99%
TOTAL PATRIMONIO	8,397	100%	5,413	100%	5,633	100%	6,673	99%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	8,410	100%	5,422	100%	5,642	100%	6,767	100%

FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO ESTADO DE RESULTADOS (En miles de US Dólares)

	Dic.21	%	Dic.22	%	Dic.23	%	Dic.24	%
Ingresos	1,891	100%	3,273	100%	2,066	100%	1,997	100%
Intereses por inversiones	1,891	100%	3,273	100%	2,066	100%	1,997	100%
Gastos	1,629	86%	3,890	119%	1,670	81%	1,617	81%
Gastos de operación								
Gastos financieros	1,519	80%	3,749	115%	1,547	75%	1,494	75%
Gastos por gestión	106	6%	114	3%	99	5%	104	5%
Gastos generales de administración	5	0%	28	1%	24	1%	19	1%
Resultado de operación	262	14%	(618)	-19%	396	19%	380	19%
Otros ingresos y gastos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Utilidad del período	262	14%	(617)	-19%	396	19%	380	19%
Otra utilidad integral								
Ajustes en el valor razonable de instrumentos financieros de cobertura	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Resultado integral del período	262	14%	(617)	-19%	396	19%	380	19%

ANEXO 2: ESCALA DE CALIFICACIONES DE ZUMMA RATINGS PARA FONDOS DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIOS.

Clasificación de riesgo de crédito	
AAAFi	Es la calificación mas alta otorgada a un fondo de inversión. Refleja la mas alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
AAfi	Fondos calificados AAfi muestran una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
Afi	Fondos calificados Afi muestran una media-alta capacidad para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
BBBfi	Fondos calificados BBBfi muestran una capacidad media para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
BBfi	Fondos calificados en BBfi muestran una media-baja capacidad para preservar el valor del capital y aunque presentan una alta probabilidad de incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito, la probabilidad de pérdida es menor a las categorías inferiores.
Bfi	Fondos calificados en Bfi muestran una baja capacidad para preservar el valor del capital y muy alta probabilidad de incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
Cfi	Fondos calificados en Cfi muestran una muy baja capacidad para preservar el valor del capital y muestran una sumamente alta probabilidad de incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
Dfi	Fondos calificados en Dfi han mostrado pérdidas en el valor del capital y han incurrido en pérdidas por exposición a riesgo de crédito por un periodo mayor a 6 meses.
Efi	La Clasificadora no dispone de información válida, representativa y suficiente para emitir una calificación.
Las escalas de clasificación entre AA y B pueden incorporar un signo (+) o (-), que indica si la clasificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior, respectivamente.	
Clasificación de riesgo de mercado	
Rm 1+	La calificación de Rm 1+ es la mas alta otorgada por la Clasificadora. Indica que la sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado es sumamente baja.
Rm 1	La calificación de Rm 1 indica que la sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado es muy baja.
Rm 2+	La calificación de Rm 2+ indica una sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado entre baja y moderada. No obstante, los fondos clasificados en esta categoría tienen mayor exposición a variaciones en el mercado frente a fondos clasificados en categorías mayores.
Rm 2	La calificación de Rm 2 indica una sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado moderada.
Rm 3	La calificación de Rm 3 indica una sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado es significativa.
Rm 4	La calificación de Rm 4 indica una sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado es alta.
Rm 5	La calificación de Rm 5 indica una sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado es muy alta.
Rm 6	La calificación de Rm 6 se adjudica a aquellos fondos que han mostrado consistentemente pérdidas en el valor del capital derivadas de eventos adversos sobre el mercado, por un periodo superior a seis meses.
E	La Clasificadora no dispone de información válida, representativa y suficiente para emitir una calificación.
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 pérdidas 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.

La Metodología de Clasificación utilizada en el análisis fue la siguiente: "Metodología de Clasificación de Fondos de Inversión". Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

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

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

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

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

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