

# FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER RENTA FIJA.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 08 de octubre de 2024

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 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.
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 30.06.24 -----			
Retorno: 5.89%	Activos: 1.81	Patrimonio: 1.81	
Volatilidad: 0.07%	Ingresos: 0.38	U. Neta: 0.30	

**Historia:** Fondo AA-fi / Rm 2+ / Adm 1, asignada el 20.09.23

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros no auditados del Fondo de Ahorro Previsional Voluntario al 30 de junio de 2024, el modelo financiero proyectado del Fondo APV; 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 Renta Fija (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 el modelo de portafolio elaborado por AFP Crecer, el desempeño del Fondo APV al 30 de junio de 2024 y en las políticas, herramientas y procesos que implementa la compañía para la operación.

Asimismo, desviaciones significativas en el desempeño del portafolio, una vez tenga al menos un año de operación, con respecto al modelo proyectado, conllevarían ajustes en cualquiera de las calificaciones asignadas. La perspectiva de la calificación es Estable.

**Inicio de operaciones:** El fondo inició operaciones el 15 de enero de 2024; reflejando un patrimonio de US\$1.8 millones al 30 de junio de 2024; destacando la tendencia de crecimiento (US\$2.6 millones al 30 de agosto de 2024). Se señala que, de acuerdo con las proyecciones de este fondo, se espera que su patrimonio se ubique en torno a los US\$4.8

millones en su primer año.

Fondo APV tiene el objetivo de invertir principalmente en títulos de renta fija locales, complementándolo con renta fija internacional. Este producto está dirigido a inversionistas que tengan un horizonte de inversión menor a 3 años, que buscan estabilidad y alta disponibilidad.

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

**Composición de activos financieros acorde con lo esperado:** El portafolio modelo (proyección) está alineado con los límites descritos en la política de inversión del Fondo APV; destacando que la renta fija y los productos bancarios representarían un promedio del 76.2% y 23.8% respectivamente, en los primeros doce meses. Por otra parte, el Fondo APV registró una participación promedio de la renta fija (reportos, valores de titularización, LETES, entre otros) del 71.5% para el periodo enero-junio 2024, cercano a la asignación prevista de activos.

**Importante participación de los reportos activos:** El contexto de altas tasas en la plaza bursátil local de reportos llevó a que el equipo gestor haya canalizado una parte relevante de los recursos del fondo (36.6% a junio de 2024) en este tipo de instrumentos; valorándose los plazos cortos de vencimientos, los colaterales (títulos reportados) y el rendimiento. A criterio de Zumma Ratings, el Fondo mantendrá

el actual apetito de riesgo en reportos activos, dado los rendimientos actuales y que sus límites de inversión deben de cumplirse a partir de enero de 2025.

**Calidad crediticia del portafolio:** La calificación de AA- para la dimensión de riesgo de crédito está fundamentada con el perfil de los instrumentos financieros del portafolio proyectado. Durante el primer semestre de 2024, las calificaciones de AA- o superior representaron en promedio el 46.6% de los activos financieros del fondo (excluyendo las inversiones en el Gobierno de El Salvador y en reportos activos) - 80.4% portafolio financiero proyectado.

**Tamaño de patrimonio del fondo es clave para diversificar el portafolio:** La concentración promedio de las dos mayores exposiciones del Fondo APV cerró en 60.5% de sus activos financieros en el periodo enero-junio de 2024; valorándose su reciente inicio de operaciones. A juicio de Zumma Ratings, en la medida que el Fondo APV registre un ritmo importante de aportes, el equipo gestor tendrá mayor capacidad para diversificar la cartera entre diferentes riesgos.

#### **Fundamentos para la calificación de riesgo de mercado y liquidez.**

**Enfoque de inversión a muy corto plazo explica la baja duración de la cartera:** Debido a que uno de los objetivos del Fondo APV es ofrecer una alternativa de inversión con menor volatilidad que el Fondo APV Crecer Balanceado, las inversiones realizadas han sido a un plazo menor. De tal manera, que la duración promedio del fondo se ubicó en 0.78 años en el primer semestre de 2024, inferior al indicador proyectado para su primer año de operación (2.18 años), determinando una menor exposición inicial al riesgo de tasas de interés.

Se prevé que, en el segundo semestre del año en curso, AFP Crecer incorpore mayor duración a la cartera de forma paulatina, dado el espacio que tiene con respecto al horizonte de inversión del producto (2-3 años).

**Mayor demanda de dinero impulsa las tasas de interés domésticas al alza:** el Fondo APV registró un retorno promedio del 5.89% en el primer semestre de 2024, superior al retorno proyectado para su inicio de operación (en torno al 4.95%). Lo anterior ha estado vinculado con el entorno actual de tasas domésticas; así como los rendimientos en el mercado de reportos. Asimismo, la rentabilidad promedio para los meses de julio-agosto de 2024, cerró en 6.21%.

En opinión de Zumma Ratings, las tasas locales continuarán altas y es poco probable que en el corto plazo regresen a los niveles prepandemia.

Adicionalmente, la volatilidad reflejó niveles modestos en sintonía con el perfil de inversiones locales. Se considera que la volatilidad podría incrementar levemente por la canalización de recursos hacia la renta fija.

**Elevada liquidez inicial:** El Fondo APV exhibió un colchón de liquidez (efectivo e inversiones con plazo de vencimiento menor a 30 días) promedio del 41.0% para el periodo enero-junio de 2024, superior a su indicador proyectado (29.6%). A la misma fecha, el indicador de liquidez regulatorio se ubicó en 82.5% (modelo proyectado: 65.0%), superior al 20.0% establecido en su política de inversión.

Cabe precisar que el equipo Gestor se enfocó en la constitución de la capa de liquidez en los primeros meses de operación del fondo; posteriormente, los excedentes se han canalizado en inversiones.

Acorde con el comportamiento esperado, el Fondo APV reflejó montos marginales de retiros de aportes. Si bien el Fondo APV tiene un límite de reportos pasivos que no debe de exceder el 20.0% de sus activos, el fondo no ha realizado este tipo de operaciones a junio de 2024, por sus volúmenes de liquidez.

**Estructura de pasivos - Inversores minoristas:** Natural con poco tiempo de operación, el fondo exhibió un nivel de concentración intermedio en sus principales inversionistas. De esta manera, el mayor inversionista representó el 9.9% como promedio en el primer semestre de 2024 y la participación de los mayores 15 fue del 49.8%; valorándose la tendencia decreciente por el crecimiento en la base de inversionistas.

#### **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., sociedad panameña que opera en mercados financieros de Centroamérica y el Caribe, luego de obtenerse las diferentes aprobaciones regulatorias requeridas en El Salvador. Con esta operación Centro Financiero Crecer posee el 99.99% de las acciones de AFP Crecer.

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.

**Favorable gestión de riesgos y gobernanza para la administración de activos:** El esquema de gobierno corporativo de AFP Crecer, no registra 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, lavado 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. Baja volatilidad en los retornos.
2. Favorables niveles de liquidez proyectados.
3. Fuerte ambiente de control y gobernanza de AFP Crecer.

**Debilidades**

1. Concentración inicial en mayores exposiciones.

**Oportunidades**

1. Aumento en el valor del Fondo APV con respecto a lo esperado.
2. Aumento en los retornos a nivel local e internacional.

**Amenazas**

1. Escenarios de riesgo sistémico de liquidez.
2. Volatilidad en el retorno de los activos financieros.

## ENTORNO ECONÓMICO

De acuerdo con información publicada por el Banco Central de Reserva (BCR), la economía salvadoreña creció un 3.5% en 2023 (proyección del FMI para 2023 del 2.2%); haciendo notar que el BCR realizó un ajuste en el volumen del PIB para los años 2022 y 2021. La tasa de crecimiento económico estuvo determinada principalmente por los sectores de construcción, electricidad y servicios profesionales; en contraposición, se señala la contracción en industria manufacturera y explotación de minas y canteras. Por otra parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial proyectan un crecimiento del 3.0% y 3.2% respectivamente para El Salvador en 2024, mientras que el BCR prevé una expansión del 4.0%.

Como variables que impulsarían la actividad económica en 2024 se mencionan el aporte de las remesas familiares, el crecimiento del sector turismo (por la mejora en la seguridad ciudadana) y la resiliencia de la economía estadounidense. Por otra parte, como factores que generan incertidumbre en el entorno se señalan la tendencia creciente en el nivel de endeudamiento público, la presión en las finanzas públicas por los gastos y los vencimientos de deuda de mediano plazo, la contracción en las exportaciones, el desafío de atraer inversión extranjera directa y la expectativa sobre la evolución de las tasas de interés.

Históricamente, El Salvador se ha caracterizado por mantener bajos niveles de inflación (economía dolarizada). En ese contexto, y considerando que la inflación a nivel mundial disminuyó en 2023 a medida que los bancos centrales ajustaron los tipos de interés y los precios de la energía presentaron una tendencia a la baja, la tasa de inflación en El Salvador cerró en 1.5% al 30 de junio de 2024 (3.8% en similar período de 2023), por debajo del promedio de los países centroamericanos, incluyendo Panamá y República Dominicana (2.92%). Por su parte, la factura petrolera de El Salvador presentó una disminución de 0.5%, dada la dinámica de precios en el mercado de materias primas.

En otro aspecto, el volumen de exportaciones registró una disminución interanual del 13.4% a junio de 2024, asociada principalmente con la evolución de los sectores industria manufacturera y maquila. Cabe mencionar que el volumen de remesas familiares totalizó US\$4,052.0 millones durante el primer semestre de 2024, reflejando un crecimiento interanual del 0.8%. En opinión de Zumma Ratings, los flujos de envío de remesas familiares estarán condicionados por la evolución de la inflación y al nivel de desempleo hispano en Estados Unidos.

Un aspecto en el análisis es el nivel de endeudamiento del Gobierno salvadoreño. Durante 2023, el soberano realizó una serie de medidas para aliviar su calendario de servicio de la deuda, entre estas: i) el canje por los Certificados de Financiamiento de Transición con los fondos de pensiones (por la Ley Integral del Sistema de Pensiones – LISP), cuyos nuevos títulos tienen un periodo de gracia de pago de capital y ii) el reperfilamiento de la deuda del Gobierno de corto a mediano/largo plazo, en tenencia de la banca privada salvadoreña.

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. No obstante, futuras mejoras en la calificación del país dependerán de un acuerdo con el FMI, en el cual se facilite financiamiento en condiciones favorables; así como en un plan de ajuste fiscal que contribuya a generar sostenibilidad en las finanzas públicas en el mediano plazo.

Como hecho relevante, en fecha 11 de abril de 2024, el GOES colocó en los mercados internacionales US\$1,000 millones de deuda a seis años plazo y a una tasa del 12.0%; dicha tasa de interés podría aumentar al 16.0% en función de algunas condiciones establecidas (concretar un acuerdo con el FMI antes de octubre de 2025, mejora en la calificación de riesgo internacional por dos agencias). Esta colocación fue utilizada para efectuar la recompra total de los bonos que vencen en 2025, así como compras parciales de los bonos que vencen en 2027 y 2029 (41% y 25% respectivamente).

## ANÁLISIS DEL SECTOR

Al primer semestre de 2024, el mercado de fondos de ahorro previsionales voluntarios está integrado por cuatro patrimonios independientes (cada AFP administra dos); haciendo notar que el perfil de estos fondos es de mediano y largo plazo. A esta misma fecha, los activos bajo administración (AUM por sus siglas en inglés) de los cuatro fondos totalizaron US\$17.8 millones, reflejando una variación interanual del +41.3%, explicado principalmente por la dinámica comercial 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.

Con respecto a los portafolios de estos fondos, predominan las inversiones locales; mientras que, por tipo de producto, el enfoque principal es la renta fija. En lo referente al contexto internacional, el 18 de septiembre de 2024, la FED decidió realizar un recorte agresivo de 50 puntos base en los tipos de interés; ubicándose en un rango entre 4.75% - 5.00%. Esta variable es importante para las valoraciones de las carteras de inversión; asimismo, esta decisión confirma la tesis del mercado, que la FED ha iniciado un ciclo de relajación en su política monetaria, después del endurecimiento mostrado a partir de 2022.

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. 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.

Cabe mencionar que la Asamblea Legislativa aprobó la LISP a finales de 2022, la cual entró en vigor a partir de enero de 2023. Dicha reforma incluyó, entre otros cambios, un incremento generalizado de pensiones; incrementó el aporte de los empleadores al fondo de pensiones en 1%; eliminación del seguro de invalidez y sobrevivencia; sustitución de los Certificados de Inversión Previsional (CIP) por Certificados de Financiamiento de transición (CFT); y se creó el Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP) que puede emitir Certificados de Obligaciones Previsionales (COT) para financiar los pagos que se deriven de las obligaciones previsionales del Estado.

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\$7,961 millones al primer semestre 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., 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.

Los estados financieros intermedios 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 30 de junio de 2024, el auditor externo expresó una conclusión sin salvedad sobre los estados financieros intermedios de AFP Crecer y el Fondo APV.

## CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER RENTA FIJA (30 DE JUNIO DE 2024).

**Nombre del Fondo:** Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer Renta Fija.

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

**Inicio de Operaciones:** 15 de enero de 2024.

**Inversionista Objetivo del Fondo:** Dirigido a participantes con horizonte de inversión menor a 3 años, que buscan estabilidad y alta disponibilidad. En virtud de lo anterior, es necesario que el participante tenga un mínimo conocimiento sobre el funcionamiento del mercado de valores.

**Activos del Fondo:** US\$1.81 millones.

**Moneda:** US Dólar.

**Número de participes:** 521.

**Aporte inicial mínimo:** Mínimo US\$25.00 para la apertura y también para aportes futuros.

**Monto mínimo de retiro:** US\$25.00

**Plazo mínimo de permanencia:** 7 días calendario.

**Comisión de retiro anticipado:** Cuando el participante retire sus aportes antes de haber cumplido la permanencia mínima, se cobrará una comisión por retiro anticipado, la cual será de hasta el 2.0% del monto solicitado.

**Rentabilidad:** 5.89%.

**Volatilidad:** 0.072%.

**Duración:** 0.64 años.

## ANÁLISIS DE RIESGO

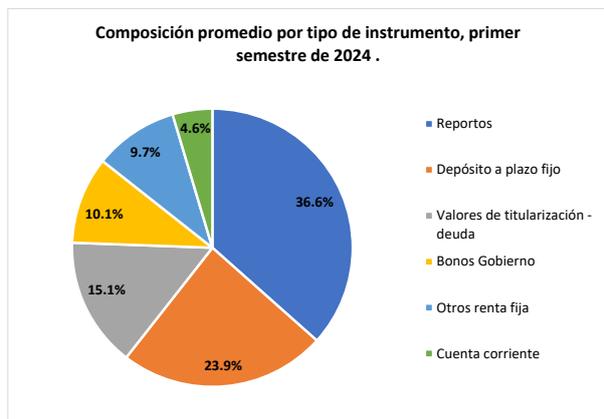
El análisis de las diferentes dimensiones de riesgo a los que se encuentra expuesto el Fondo APV se sustenta en su desempeño al 30 de junio de 2024 y en el modelo de portafolio elaborado por AFP Crecer. Desviaciones significativas en el desempeño del portafolio con respecto al modelo proyectado, conllevaría ajustes en cualquiera de las calificaciones asignadas.

### Riesgo de Crédito

El Fondo APV inició operaciones en 2024, registrando un poco menos de 6 meses de operación a junio de 2024. En ese sentido, el análisis del patrimonio independiente destaca: la calificación promedio ponderada levemente por debajo del modelo financiero, la acotada exposición en los títulos del soberano salvadoreño, la canalización de recursos hacia la renta fija local, en línea con su proyección; así como un enfoque de inversión a muy corto plazo.

Con base en el objetivo de inversión del Fondo APV, su *asset allocation* está estructurado de la siguiente forma: i) valores de renta fija (excluyendo aquellos que son denominados como “alta liquidez”) hasta un 80% del total del activo; y ii) caja, depósitos y valores líquidos un mínimo del 20%. El portafolio modelo está alineado con los límites descritos; destacando que la renta fija y los productos bancarios representarían un promedio del 76.2% y 23.8% respectivamente, en los primeros doce meses. Acorde con la estructura del portafolio, el Fondo APV registró una participación

promedio de la renta fija (reportos, valores de titularización, LETES, entre otros) del 71.5% para el periodo enero-junio 2024, cercano con la asignación prevista de activos.



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

Si bien el Fondo APV no ha registrado exposición en instrumentos internacionales, el modelo financiero contempla una estimación de inversiones no locales entre un 5.0% y 10%. El vehículo que utilizaría el equipo gestor para realizar estas inversiones serían los fondos mutuos y fondos cotizados (ETF's por sus siglas en inglés). Los subyacentes de estos instrumentos internacionales serán en un 100% de renta fija, acorde con la política de inversión del Fondo APV. Por su parte, los gestores de los fondos mutuos y ETF's deberán de cumplir con los requisitos establecidos por el marco legal local; así como los criterios de desempeño y trayectoria que establezca AFP Crecer, como administrador del patrimonio independiente.

**Tabla 1. Activos financieros por tipo de emisor (no incluye reportos), ene-jun. 2024.**

Emisores	Ene.24	Feb.24	Mar.24	Abr.24	May.24	Jun.24	Promedio
Gobierno	0.0%	25.1%	25.8%	15.3%	15.3%	15.5%	16.2%
Bancos	7.5%	9.9%	9.5%	21.4%	21.5%	21.7%	15.2%
Titularizaciones	25.1%	13.3%	11.6%	32.0%	31.4%	30.8%	24.0%
Otros sector financiero	67.4%	51.7%	53.0%	31.3%	31.8%	32.0%	44.5%
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>						

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

La calificación de AA- para la dimensión de riesgo de crédito está fundamentada con el perfil de los instrumentos financieros del portafolio proyectado. Durante el primer semestre de 2024, las calificaciones de AA- o superior representaron en promedio el 46.6% de los activos financieros del fondo (excluyendo las inversiones en el Gobierno de El Salvador y en reportos activos). Mientras que, de acuerdo con el portafolio modelo, la participación promedio de esas calificaciones de riesgo se ubicaría en torno al 80.4%; denotando una brecha, en términos de calidad crediticia.

La política de inversión del Fondo APV establece un máximo del 70.0% de sus activos en títulos valores garantizados por el Gobierno de El Salvador o entidades autónomas. No obstante, el equipo gestor no prevé utilizar todo el cupo para estos instrumentos. A junio de 2024, los títulos valores en el soberano salvadoreño participó con el 8.0% de los activos financieros totales; destacando la tendencia decreciente, con respecto a febrero de 2024. Dichas inversiones

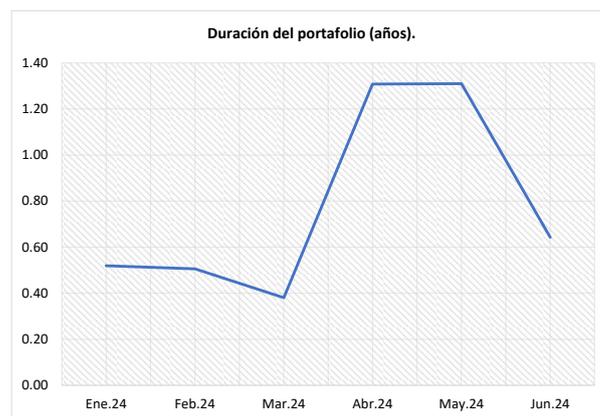
se integran por LETES, cuyo vencimiento exhiben un plazo menor a los 6 meses.

En otro aspecto, la concentración promedio de las dos mayores exposiciones del Fondo APV cerró en 60.5% de sus activos financieros en el periodo enero-junio de 2024 (37% modelo financiero para el primer año de operación). Un aspecto relevante para mencionar es que los límites de la política de inversión de este fondo entrarán en vigor, después de transcurrido doce meses desde su inicio de operaciones, esto sería en enero de 2025. A juicio de Zumma Ratings, en la medida que el Fondo APV registre un ritmo importante de aportes, el equipo gestor tendrá mayor capacidad para diversificar la cartera entre diferentes riesgos.

Adicionalmente, el contexto de altas tasas en la plaza bursátil local de reportos conllevó a que el equipo gestor haya canalizado una parte relevante de los recursos del fondo (36.6% a junio de 2024) en este tipo de instrumentos; valorándose los plazos cortos de vencimientos, las garantías (títulos reportados) y el rendimiento. Cabe precisar que estas operaciones se realizan con contrapartes elegibles, de acuerdo con el análisis de AFP Crecer. A criterio de Zumma Ratings, el Fondo mantendrá el actual apetito de riesgo en reportos activos, dado los rendimientos actuales y que sus límites de inversión deben de cumplirse a partir de enero de 2025.

### Riesgo de Mercado y Liquidez

Con base en el análisis realizado sobre el desempeño del Fondo APV al 30 de junio de 2024, se valoran las siguientes fortalezas: la menor volatilidad en los retornos por la acotada exposición al riesgo de mercado, la baja duración de la cartera; la tendencia de desconcentración entre los mayores inversionistas del fondo; así como la fuerte posición de liquidez. Por otra parte, se señala la modesta profundidad de la plaza bursátil local.

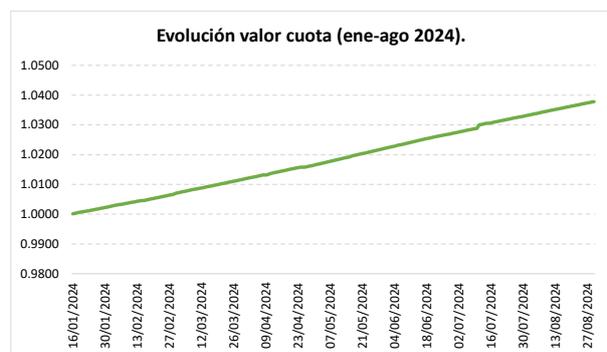


Fuente: Administradora de Fondos de Pensiones Crecer, S.A.; Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Debido a que uno de los objetivos del Fondo APV es ofrecer una alternativa de inversión con menor volatilidad que el Fondo APV Crecer Balanceado, las inversiones realizadas han sido a un plazo menor. De tal manera, que la duración promedio del fondo se ubicó en 0.78 años en el primer semestre de 2024, inferior al indicador proyectado para su

primer año de operación (2.18 años), determinando una menor exposición inicial al riesgo de tasas de interés.

El Fondo APV no está expuesto al riesgo de tipo de cambio, en virtud que todas sus operaciones se encuentran pactadas en USD. Por su parte, el indicador de Valor en Riesgo (VaR en inglés) se ubicó en un bajo nivel (0.02%), en sintonía con la estructura del portafolio, el 100% del efectivo e inversiones son locales y no exposición en instrumentos internacionales.



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

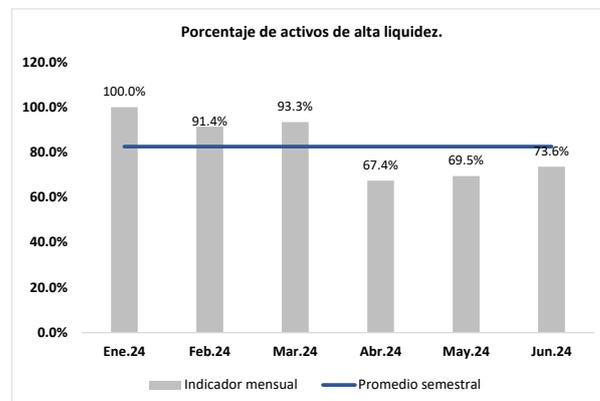
En términos de rentabilidad, el Fondo APV registró un retorno promedio del 5.89% en el primer semestre de 2024, superior al retorno proyectado para su inicio de operación (en torno al 4.95%). Lo anterior ha estado vinculado con el entorno actual de tasas domésticas; así como los rendimientos en el mercado de reportos. Asimismo, la rentabilidad promedio para los meses de julio-agosto de 2024, cerró en 6.21%. En opinión de Zumma Ratings, las tasas locales continuarán altas y es poco probable que en el corto plazo regresen a los niveles prepandemia.

Adicionalmente, la volatilidad reflejó niveles modestos (0.072% promedio enero-junio de 2024) en sintonía con el perfil de inversiones locales. Lo anterior, determinó un Ratio Sharpe de 81.5 durante el primer semestre de 2024; valorándose que la volatilidad podría incrementar levemente por la canalización de recursos hacia la renta fija.

En otro aspecto, el Fondo APV exhibió un colchón de liquidez (efectivo e inversiones con plazo de vencimiento menor a 30 días) promedio del 41.0% para el periodo enero-junio de 2024, superior a su indicador proyectado (29.6%). A la misma fecha, el indicador de liquidez regulatorio se ubicó en 82.5% (modelo proyectado: 65.0%), superior al 20.0% establecido en su política de inversión. Cabe precisar que el equipo Gestor se enfocó en la constitución de la capa de liquidez en los primeros meses de operación del fondo; posteriormente, los excedentes se han canalizado en inversiones.

En términos de plazos de vencimientos de los activos financieros, el rango menor a 30 días registró la mayor participación promedio durante el primer semestre de 2024 (41.0%), siguiendo en ese orden: entre 6 y 12 meses (30.5%) y entre 1 y 2 años (9.7%). La estructura anterior, denota el perfil de inversión de corto plazo que ha implementado AFP Crecer.

Por otra parte, los participantes del Fondo APV pueden realizar retiros de sus cuentas individuales en cualquier momento, una vez cumplido el plazo mínimo de permanencia de los aportes (7 días hábiles). Si los retiros no cumplieran con el plazo mínimo de permanencia, se aplica un cargo de hasta el 2.0% sobre el valor de la cantidad a retirar, según su prospecto.



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

Acorde con el comportamiento esperado, el Fondo APV reflejó montos marginales de retiros de aportes. En ese contexto, los pagos por retiros representaron un promedio del 4.2% de su patrimonio para el primer semestre de 2024, inferior al valor proyectado (11.3%). Si bien el Fondo APV tiene un límite de reportos pasivos que no debe de exceder el 20.0% de sus activos, el fondo no ha realizado este tipo de operaciones a junio de 2024.

Natural con poco tiempo de operación, el fondo exhibió un nivel de concentración intermedio en sus principales inversionistas. De esta manera, el mayor inversionista representó el 9.9% como promedio en el primer semestre de 2024 y la participación de los mayores 15 fue del 49.8%; valorándose la tendencia decreciente por el crecimiento en la base de inversionistas. Cabe mencionar que este fondo está integrado solo por personas naturales y no presenta inversionistas corporativos, ni institucionales; coadyuvando en la estabilidad de los aportes.

### **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 junio de 2024; asimismo, concentró el 49.3% de los ingresos totales 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 IBC (antes del 1.90%), el desempeño financiero de AFP Crecer registra una mejora relevante.

Al 30 de junio de 2024, AFP Crecer registró una utilidad neta de US\$12.6 millones (US\$9.3 millones a junio de 2023). Acorde con la disminución por costos en primas de seguros y el aporte de ingresos extraordinarios, el margen neto pasó a 49.9% desde 38.8% en el lapso de doce meses; mientras que el ROAA y ROAE se ubicaron en 69.3% y 93.7%, respectivamente.

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. Un aspecto de riesgo valorado en el análisis es la exposición que tiene el sector de pensiones a cambios en el marco legal. Si bien a la fecha este riesgo ha disminuido con la creación del nuevo marco legal, Zumma Ratings no descarta posibles reformas a mediano plazo.

En otro aspecto, se valora que AFP Crecer tiene la capacidad para desarrollar de manera apropiada, la administración de los fondos que opera actualmente. Lo anterior, en virtud de la experiencia de la Alta Gerencia y el acompañamiento de su nuevo accionista (Centro Financiero Crecer). A criterio de Zumma Ratings, AFP Crecer es altamente estratégica para su grupo controlador debido a que la subsidiaria opera en un segmento de negocio en el que Centro Financiero Crecer tiene experiencia; destacando las posibles sinergias que pueden generarse. Adicionalmente, el nuevo accionista de AFP Crecer tiene presencia en los órganos de control de la compañía (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 registran cambios en la Plana Gerencial de la compañía.

La compañía refleja tres contingencias en su contra al 30 de junio 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 en 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 Centro Financieros Crecer y la Junta Directiva no cuenta con miembros independientes. La experiencia de los directores es apropiada para la administración de fondos previsionales.

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.

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

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 apegados 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 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.

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 localizados en uno de sus edificios en San Salvador; mientras que el Centro Alternativo de Datos está en una empresa especializada en resguardo de datos.

ANEXO 1: ESTADOS FINANCIEROS DEL FONDO APV

**FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER RENTA FIJA**  
**BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA**  
(En US Dólares)

	Jun.2024	%
<b>ACTIVO</b>		
<b>Activos corrientes</b>		
Efectivo y equivalentes	48,329	3%
Inversiones Financieras	1,761,964	97%
Cuentas por cobrar netas	-	0%
Otros activos	3,974	0%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>1,814,268</b>	<b>100%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1,814,268</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>		
<b>Pasivos corrientes</b>		
Cuentas por pagar	1,543	0%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>1,543</b>	<b>0%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1,543</b>	<b>0%</b>
<b>PATRIMONIO</b>		
Cuentas individuales	1,812,725	100%
Otro resultado Integral	-	0%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1,812,725</b>	<b>100%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>1,814,268</b>	<b>100%</b>

**FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER RENTA FIJA**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
(En US Dólares)

	<b>Jun.2024</b>	<b>%</b>
<b>Ingresos</b>	<b>37,577</b>	<b>100%</b>
Intereses por inversiones	37,577	100%
<b>Gastos</b>	<b>7,558</b>	<b>20%</b>
<b>Gastos de operación</b>		
Gastos financieros por op. con inst. financ.	1,461	4%
Gastos por gestión	5,761	15%
Gastos generales de administración	335	1%
<b>Resultado de operación</b>	<b>30,020</b>	<b>80%</b>
Otros ingresos y gastos	31	0%
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>30,050</b>	<b>80%</b>
<b>Otros resultados integrales</b>		
Ajustes en el valor razonable de instrumentos financieros de cobertura	-	0%
<b>Resultado integral del período</b>	<b>30,050</b>	<b>80%</b>

## 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 perdida 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](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.