



# FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 22 de abril 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 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 31.12.23 -----			
Retorno: 5.87%	Activos: 5.64	Patrimonio: 5.63	
Volatilidad: 3.72%	Ingresos: 2.07	U. Neta: 0.40	

<b>Historia:</b> 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 2020, 2021, 2022 y 2023; 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, Rm2.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 2023. 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 ha registrado estabilidad durante el segundo semestre de 2023; ubicándose en US\$5.6 millones al 31 de diciembre de 2023 (US\$5.4 millones al mismo periodo de 2022). Asimismo, el patrimonio ha mantenido su valor, cerrando marzo de 2024 en US\$5.4 millones.

**Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.**  
**Calificaciones AA- y AAA predominan en el portafolio del Fondo:** 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, los productos bancarios e instrumentos con calificaciones AA- o superior, participaron en promedio en un 85.7% a diciembre de 2023 (82.5% a diciembre 2022). 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+ y Aa3 en escala internacional.

**Estrategia de inversión enfocada en renta fija local y extranjera:** En términos geográficos, el efectivo y las inversiones se ubicaron en promedio en un 48.1% en El Salvador; mientras que aquellas en el extranjero reflejaron una participación promedio del 51.9%. Además, el Fondo APV ha disminuido su exposición en los mercados emergentes, representando un 6.0% a diciembre de 2023 (18.1% a diciembre 2022), trasladando las inversiones a renta fija local con relativa baja volatilidad y a inversiones en Estados Unidos que ofrecen liquidez y tasas competitivas en el contexto actual.

Asimismo, los productos bancarios representaron en promedio un 4% del valor del fondo al segundo semestre de 2023, los valores de renta fija (incluyendo valores líquidos, ETF y fondos mutuos de renta fija) un 75.5%, mientras que la renta variable participó en 20.5%. Por tipo de

instrumento, las titularizaciones exhibieron la mayor participación promedio representando el 17.8% a diciembre de 2023; seguido de Papel Bursátil (13.2%) y ETFs de renta variable (12.9%).

**Estabilidad en concentración en sus mayores exposiciones:** El Fondo presentó una leve disminución en la concentración promedio de sus mayores dos exposiciones; pasando a 21.3% desde 23.2% en el lapso de un año. Adicionalmente, los dos mayores emisores fueron el Gobierno de Estados Unidos y un ETF que invierte en bonos corporativos con grado de inversión denominado en USD. Cabe mencionar que el Fondo APV aumentó levemente el número de exposiciones al cierre de 2023. De esta manera, la cantidad de emisores pasó a 26 desde 25 en el lapso de un año, incorporando en el portafolio ETFs de renta variable de los sectores de tecnología y salud de Estados Unidos; y del mercado japonés.

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

**Aumento en el valor cuota:** El valor cuota presentó una tendencia creciente durante 2023, acercándose a su máximo histórico. Dicho aumento estuvo asociado con la recuperación de los mercados internacionales, la pausa en el aumento de las tasas de interés de la FED tras 11 alzas consecutivas y las expectativas de recorte de la misma durante 2024; conllevando a una valorización en las inversiones extranjeras y a retornos positivos, especialmente en la industria tecnológica. En ese sentido, el valor cuota alcanzó un valor de \$1.11 al 31 de diciembre de 2023 y un retorno promedio de 5.9% (6.5% en similar periodo de 2022). En ese mismo periodo, la volatilidad disminuyó a 3.7% y el Ratio Sharpe pasó a 1.6 desde 1.2 en el lapso de doce meses.

**Adecuados niveles de liquidez:** El volumen de inversiones y efectivo con plazo de vencimiento menor a 30 días reflejó una disminución en su promedio semestral, ubicándose en 7.8% a diciembre de 2023 (11.6% a diciembre 2022). 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, especialmente los fondos mutuos que pueden ser liquidados por el gestor internacional. En ese sentido, los títulos internacionales, sin contar Letras del Tesoro, representaron en promedio un 40.5% del portafolio durante el segundo semestre de 2023. Adicionalmente, el ratio de liquidez regulatorio se ubicó en 27.5% a diciembre de 2023, sobre un mínimo del 20.0%, consistente con su valor histórico.

En cuanto a los rescates, estos presentaron una leve contracción entre julio y diciembre de 2023, totalizando US\$857.5 mil (US\$952.0 mil de julio a diciembre 2022) y representando en promedio el 2.7% del patrimonio (2.9% al segundo semestre de 2022); destacando que el mayor retiro ocurrió en septiembre (5.0% del patrimonio). Cabe mencionar que

el Fondo pagó sus obligaciones por rescates sin recurrir a deuda.

**Atomizada estructura de partícipes:** El Fondo APV exhibe moderadas concentraciones en su base de inversionistas a diciembre de 2023; destacando que el principal inversionista participó con el 7.1% del patrimonio del fondo y los 15 mayores con un 24.3% (6.9% y 24.4%, respectivamente, a diciembre de 2022). 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.**

**Principal accionista con robusta experiencia en la administración de fondos de pensiones:** AFP Crecer es subsidiaria en un 99.99% de Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Protección, S.A. (Protección), exhibiendo tres décadas de trayectoria en el sistema de pensiones colombiano. Protección forma parte del Grupo de Inversiones Suramericana S.A. (Grupo SURA); reflejando operaciones en 7 países en la región. A juicio de Zumma Ratings, AFP Crecer exhibe una alta integración con su grupo controlador en términos de operación y de tecnología; potenciando la capacidad de la compañía para la administración de recursos de terceros.

**Acuerdo para venta de acciones de AFP Crecer:** Protección suscribió el 15 de febrero de 2024 un contrato de compraventa de las acciones de AFP Crecer por un monto de US\$60 millones con Centro Financiero Crecer, S.A., sociedad panameña con presencia en Centroamérica y el Caribe, con experiencia en los sectores de pensiones y seguros. Cabe señalar que la operación de compraventa aún debe ser autorizada por la Superintendencia de Competencia (SSC) y Superintendencia del Sistema Financiero (SSF).

**Favorable gestión de riesgos y gobernanza para la administración de activos:** El esquema de gobierno corporativo de AFP Crecer se nutre de la participación activa de su grupo controlador en la operación de la subsidiaria. Lo anterior, se evidencia en la cantidad de funcionarios de la matriz que tienen un rol relevante en los órganos de AFP Crecer 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 entre AFP Crecer y su matriz han permitido hasta la fecha la transferencia de conocimientos y prácticas que mitigan el riesgo operativo y generan un 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. Aumento en los retornos a nivel local e internacional.

**Amenazas**

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

## 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) proyecta un crecimiento del 1.9% para El Salvador en 2024, mientras que el BCR prevé una expansión en el rango del 3.0% - 3.5%.

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), la resiliencia de la economía estadounidense y los posibles recortes a la tasa de la FED. Por otra parte, como factores que generan incertidumbre en el entorno se señalan la tendencia creciente en el nivel de endeudamiento público, la presión en las finanzas públicas por los gastos y los vencimientos de deuda de mediano plazo, el reto de atraer inversión extranjera directa y las altas tasas de interés que se mantienen en el mercado internacional y local.

Históricamente, El Salvador se ha caracterizado por mantener bajos niveles de inflación (por ser una 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, el IPC de El Salvador cerró con un crecimiento anual de 1.2% a diciembre 2023 (0.80% a febrero de 2024), por debajo del promedio de los países centroamericanos, incluyendo Panamá y República Dominicana (2.8%). Por su parte, la factura petrolera de El Salvador presentó una contracción de 6.9%, dada la dinámica de precios en el mercado de materias primas.

En otro aspecto, el volumen de exportaciones registró una contracción anual del 8.7% al 31 de diciembre de 2023 (-6.1% en febrero de 2024), asociado principalmente con la disminución en los sectores de industria manufacturera, maquila y agricultura. Por su parte, el volumen de remesas familiares totalizó US\$8,181 millones al cierre de 2023, reflejando un crecimiento anual de 2.7% (1.3% febrero de 2024). 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.

El nivel de endeudamiento de El Salvador persiste elevado. Adicionalmente, Zumma Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante en el mediano plazo para el soberano salvadoreño, principalmente por el vencimiento de LETES, Eurobonos y los Certificados de Financiamiento de Transición (por la Ley Integral del Sistema de Pensiones - LISP); valorando el acceso actual del Gobierno al financiamiento externo. Adicionalmente, en agosto de 2023, se realizó el reperfilamiento de la deuda del Gobierno

de corto a mediano/largo plazo, en tenencia de la banca privada salvadoreña para apoyar a las finanzas públicas en su calendario de amortizaciones.

Con respecto a la calificación soberana, el Gobierno de El Salvador presentó una mejora en su calificación pasando a B- desde CCC+ en noviembre de 2023, manteniendo la perspectiva estable por Standard & Poor's. 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 un plan de ajuste fiscal que contribuya a generar sostenibilidad en las finanzas públicas en el mediano plazo.

## ANÁLISIS DEL SECTOR

Al 31 de diciembre de 2023, el mercado está integrado por tres fondos de ahorro previsionales voluntarios: dos de ellos son administrados por AFP Confía y uno por AFP Crecer. Cabe precisar 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 tres fondos totalizan US\$14.5 millones, reflejando un incremento anual del 25.8%, explicado principalmente por la incorporación del Fondo APV Proyecta Life a inicios de 2023. Como hecho relevante, se menciona el inicio de operaciones del cuarto producto de ahorro voluntario en el mercado salvadoreño: Fondo APV Crecer Renta Fija, a partir del 15 de enero de 2024.

En relación con los portafolios de los fondos, predominan las inversiones locales; mientras que por productos tienen una mayor participación los de renta fija. Respecto a la calidad crediticia, se valora que ésta es buena para dichos portafolios. En lo referente al contexto internacional, el 20 de marzo de 2024, la FED decidió mantener las tasas de interés sin cambios, en un rango entre 5.25% - 5.50%. Esta variable es importante para las valoraciones de las carteras de inversión, por lo que los inversionistas tienen una gran expectativa sobre la fecha en que la FED iniciaría con los recortes a las tasas de interés.

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 contar con portafolios valorados bajo una metodología estándar.

## ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA (AFP CRECER)

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\$7.6 miles de millones a diciembre de 2023.

A la fecha del presente análisis AFP Crecer es subsidiaria en un 99.99% de Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Protección, S.A. (en adelante Protección), exhibiendo tres décadas de trayectoria en el sistema de pensiones colombiano. A su vez, Protección pertenece en un 49.36% a SURA Asset Management, S.A., holding que agrupa todas las compañías administradoras de activos para terceros de Grupo de Inversiones Suramericana S.A. (Grupo SURA); reflejando operaciones en 7 países de la región.

Como hecho relevante, Protección suscribió el 15 de febrero de 2024 un contrato de compraventa de las acciones de AFP Crecer por un monto de US\$60 millones con Centro Financiero Crecer, S.A., sociedad panameña con presencia en Centroamérica y el Caribe y con experiencia en los sectores de pensiones y seguros. A su vez, Centro Financiero Crecer es filial de Grupo Rizek, uno de los mayores grupos económicos de República Dominicana con inversiones en los sectores agrícola, turismo, energía, construcción y financiero. Cabe señalar que la operación de compraventa aún debe ser autorizada por los entes reguladores de El Salvador.

AFP Crecer es una entidad regulada por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). Los estados financieros de la Administradora de Fondos de Pensiones y el Fondo APV han sido preparados conforme a las normas contables emitidas por el Banco Central de Reserva que les son aplicables y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), prevaleciendo la normativa emitida por el BCR cuando haya conflicto con las NIIF. Al 31 de diciembre de 2023, el auditor externo emitió una opinión sin salvedad 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 2023)**

**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\$5.64 millones.

**Moneda:** US Dólar.

**Número de partícipes:** 1,276 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:** 5.86% anualizada de los últimos 6 meses.

**Volatilidad:** 3.72%.

**Duración:** 3.34 años.

## **ANÁLISIS DE RIESGO**

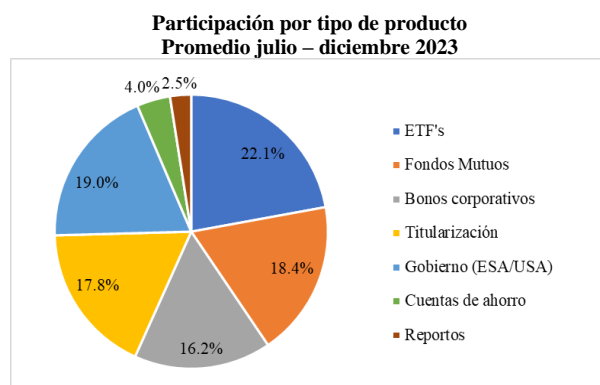
### **Riesgo de Crédito**

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 moderada 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 85.7% a diciembre de 2023 (82.5% a diciembre 2022). 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+ y Aa3 en escala internacional.

En términos geográficos, el efectivo y las inversiones se ubicaron en promedio en un 48.1% en El Salvador; mientras que aquellas en el extranjero reflejaron una participación promedio del 51.9%. Además, el Fondo APV ha disminuido su exposición en los mercados emergentes, representando un 6.0% a diciembre de 2023 (18.1% a diciembre 2022), trasladando las inversiones a renta fija local con relativa baja volatilidad y a inversiones en Estados Unidos que ofrecen liquidez y tasas competitivas en el contexto actual.



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 fondo, 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 entre julio y diciembre de 2023. En ese sentido, los productos bancarios representaron en promedio un 4% del valor del fondo al segundo semestre de 2023; los valores de renta fija (incluyendo valores líquidos, ETF y fondos mutuos de renta fija) un 75.5%; mientras que la renta variable participó en 20.5%. Por tipo de instrumento, las titularizaciones exhibieron la mayor participación promedio representando el 17.8% a diciembre de 2023; seguido de Papel Bursátil (13.2%) y ETFs de renta variable (12.9%).

El vehículo utilizado por el equipo gestor para realizar las inversiones extranjeras del fondo son los fondos mutuos y 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 las plazas internacionales.

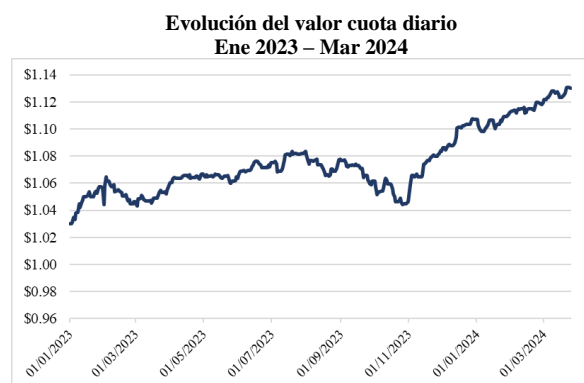
Por su parte, los principales instrumentos respaldados por el Gobierno salvadoreño al segundo semestre de 2023 fueron bonos internacionales y LETES. En ese sentido, la mayor inversión correspondió a un LETE con vencimiento a enero 2024. Además, la participación promedio en el riesgo soberano bajó a 7.5% entre julio y diciembre de 2023 (9.5% en similar periodo de 2022), proyectando mantenerse en este nivel durante 2024. Adicionalmente, desde agosto de 2022 la Administración incorporó en el portafolio posiciones en Letras del Tesoro de Estados Unidos, alcanzando una participación del 11.5% sobre el total del patrimonio al segundo semestre de 2023 (2.2% al mismo periodo de 2022).

El Fondo presentó una leve disminución en la concentración promedio de sus mayores dos exposiciones; pasando a 21.3% desde 23.2% en el lapso de un año. Adicionalmente, los dos mayores emisores fueron el Gobierno de Estados Unidos (Letras del Tesoro) y un ETF que invierte en bonos corporativos con grado de inversión denominado en USD.

Cabe mencionar que el Fondo APV aumentó levemente el número de exposiciones al cierre de 2023. De esta manera, la cantidad de emisores pasó a 26 desde 25 en el lapso de un año, incorporando en el portafolio ETFs de renta variable de los sectores de tecnología y salud de Estados Unidos; y del mercado japonés. Por otra parte, las operaciones de reportos activas representaron en promedio US\$137.7 miles entre julio y diciembre 2023.

### **Riesgo de Mercado y Liquidez**

Las inversiones con alto grado de realización, la mayor rentabilidad respecto al promedio de sus pares y los moderados 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 y el impacto de la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal en la economía real y en el sistema financiero.



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 2023, acercándose a su máximo histórico. Dicho aumento estuvo asociado con la recuperación de los mercados internacionales, la pausa en el aumento de las tasas de interés de la FED tras 11 alzas consecutivas y las expectativas de recorte de la misma durante 2024; conllevando a una valorización en las inversiones extranjeras y a retornos positivos, especialmente en la industria tecnológica.

En ese sentido, el valor cuota alcanzó un valor de \$1.11 al 31 de diciembre de 2023 y un retorno promedio de 5.9% (6.5% en similar periodo de 2022). En ese mismo periodo, la volatilidad disminuyó a 3.7% y el Ratio Sharpe (promedio de rentabilidad de la cartera sobre la desviación estándar de los retornos) pasó a 1.6 desde 1.2 en el lapso de doce meses. 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.

#### Indicadores de rentabilidad

	Rendimiento anual	Volatilidad anual	Ratio Sharpe
S2 2023	5.87%	3.72%	1.578
S1 2023	8.72%	3.84%	2.270
S2 2022	6.53%	5.44%	1.201
S1 2022	-21.71%	6.14%	-3.536

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

En términos de duración, el Fondo ha presentado una tendencia creciente, explicada por el aumento de las inversiones en renta fija local (Titularizaciones) y extranjera (Letras del Tesoro de Estados Unidos), situándose en 3.4 años en promedio al segundo semestre de 2023 (3.1 años en similar periodo de 2022) y en sintonía con el límite establecido en su política de inversión (duración máxima de 7 años). Dicha medición incorpora los vencimientos de los títulos 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 (52% 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 un rango entre 0.28% y 0.42% de julio a diciembre de 2023. En otro aspecto, 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 reflejó una disminución en su promedio semestral, ubicándose en 7.8% a diciembre de 2023 (11.6% a diciembre 2022). 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. En ese sentido, los títulos internacionales, sin contar Letras del Tesoro, representaron en promedio un 40.5% del portafolio durante el segundo semestre de 2023. Adicionalmente, el ratio de liquidez regulatorio se ubicó en 27.5% a diciembre de 2023, sobre un mínimo del 20.0%, consistente con su valor histórico.

Por plazos de vencimiento, la ventana superior a 2 años concentró en promedio el 32.4% del total de efectivo e inversiones en el segundo semestre de 2023 (24.9% en el mismo periodo de 2022); mientras que el rango de 6 a 12 meses participó con el 7.7%. Lo anterior se explica por la compra de Certificados de Inversión emitidos por bancos, Valores de Titularización y Papel Bursátil.

Las salidas de recursos (rescates) presentaron una leve contracción entre julio y diciembre de 2023, totalizando US\$857.5 mil (US\$952.0 mil de julio a diciembre 2022) y representando en promedio el 2.7% del patrimonio (2.9% al segundo semestre de 2022); destacando que el mayor retiro ocurrió en septiembre (5.0% del patrimonio). Cabe mencionar que el Fondo APV pagó sus obligaciones por rescates 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, el Fondo APV exhibe moderadas concentraciones en su base de inversionistas; destacando que el principal inversionista participó con el 7.1% del patrimonio del fondo y los 15 mayores con un 24.3% a diciembre de 2023 (6.9% y 24.4%, respectivamente, al mismo periodo de 2022). Lo anterior está asociado con la ausencia de inversionistas institucionales, dado que el producto está orientado únicamente a personas naturales.

Con relación con la estrategia de inversión, AFP Crecer mantuvo una postura prudente respecto a las posiciones en activos internacionales durante el primer semestre de 2023; aumentando las inversiones en renta fija local, las cuales ofrecen un retorno estable y tasas competitivas. No obstante, la Administración aumentó gradualmente la participación en instrumentos internacionales durante el segundo semestre de 2023, en virtud de la resiliencia mostrada por el mercado estadounidense, la disminución gradual de la inflación y los retornos positivos de la renta variable internacional. En ese contexto, AFP Crecer espera mantener su estrategia actual de exposición en instrumentos extranjeros.

#### 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 48.3% del Sistema de Ahorro Previsional a diciembre de 2023; asimismo, concentra el 48.5% 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.

AFP Crecer cerró al 31 de diciembre de 2023 con una utilidad neta de US\$18.2 millones (US\$10.4 millones a diciembre 2022). Acorde con la disminución por costos en primas de seguros y el aporte de ingresos extraordinarios, el margen neto pasó a 36.9% desde 14.1% en el lapso de un año, mientras que el ROAA y ROAE se ubicaron en 48.5% y 69.2%, 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 reciente 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 de la amplia trayectoria y escala de operación de Protección. A criterio de Zumma Ratings, AFP Crecer ha sido altamente estratégica para su grupo controlador debido a la fuerte integración con su principal accionista (Protección), materializada en el involucramiento de ésta en los órganos de control de AFP Crecer (Junta Directiva, Comité de Inversiones, Comité de Riesgos, entre otros) y en la transferencia de prácticas y herramientas de tecnología que incidan en el mejor funcionamiento posible de la operación.

En adición, Zumma Ratings mantendrá un monitoreo constante durante el proceso de compraventa de las acciones de AFP Crecer a Centro Financiero Crecer, S.A. y sobre los posibles cambios que puedan incidir en la gestión operativa y administrativa de los fondos actuales.

La compañía refleja tres contingencias en su contra al 31 de diciembre de 2023. 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, las contingencias, a la fecha del presente informe, no constituyen una amenaza grave en la operación de AFP Crecer, ni tampoco conllevaría a un deterioro relevante en su reputación.

La Junta Directiva de AFP Crecer está integrada por cinco miembros propietarios y cinco suplentes. La mayoría de directores son funcionarios de Protección en cargos relacionados con distintas áreas: legal, inversiones, planeación financiera y riesgos. La Junta Directiva cuenta con dos miembros independientes. La experiencia de los directores es apropiada para la administración de fondos previsionales y existe una buena mezcla de amplio conocimiento del mercado local e internacional.

Cargo	Nombre
Director Presidente	Juan David Correa
Director Vicepresidente	Juan Luis Escobar
Director Secretario	José Carlos Bonilla
Cuarto Director Propietario	Francisco Javier Murillo
Quinto Director Propietario	Carmen Irene Alas
Primer Director Suplente	Juan Pablo Arango
Segundo Director Suplente	Pablo Mauricio Ferrer
Tercer Director Suplente	Felipe Andrés Herrera
Cuarto Director Suplente	Cristina Restrepo
Quinto Director Suplente	Andrés Mauricio Restrepo

La estructura organizacional de AFP Crecer se considera

robusta para mantener el desempeño del negocio y para sostener el ambiente de control 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 rol activo que ha tenido su principal accionista para asegurarse que el desempeño operativo de AFP Crecer se mantiene dentro del rango establecido y objetivos trazados.

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 los estándares de Grupo Sura 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. 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 (VP de Riesgos de Protección, Líder de Asuntos Legales, Financieros e Inversiones y Director de Riesgos de Inversiones de Sura Asset Management). 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 realiza 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 BALANCEADO BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de US Dólares)

	Dic.20		Dic.21		Dic.22		Dic.23	
		%		%		%		%
<b>ACTIVO</b>								
<b>Activos corrientes</b>								
Efectivo y equivalentes	234	9%	660	8%	297	5%	180	3%
Inversiones Financieras	2,503	91%	7,749	92%	5,125	95%	5,462	97%
Cuentas por cobrar netas	0	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Otros activos	-	0%	1	0%	-	0%	-	0%
<b>Total Activo corriente</b>	<b>2,737</b>	<b>100%</b>	<b>8,410</b>	<b>100%</b>	<b>5,422</b>	<b>100%</b>	<b>5,642</b>	<b>100%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>2,737</b>	<b>100%</b>	<b>8,410</b>	<b>100%</b>	<b>5,422</b>	<b>100%</b>	<b>5,642</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>								
<b>Pasivos corrientes</b>								
Cuentas por pagar	7	0%	13	0%	8	0%	9	0%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>7</b>	<b>0%</b>	<b>13</b>	<b>0%</b>	<b>8</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>0%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>7</b>	<b>0%</b>	<b>13</b>	<b>0%</b>	<b>8</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>0%</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
Cuentas individuales	2,730	100%	8,397	100%	5,413	100%	5,633	100%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,730</b>	<b>100%</b>	<b>8,397</b>	<b>100%</b>	<b>5,413</b>	<b>100%</b>	<b>5,633</b>	<b>100%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>2,737</b>	<b>100%</b>	<b>8,410</b>	<b>100%</b>	<b>5,422</b>	<b>100%</b>	<b>5,642</b>	<b>100%</b>

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

	Dic.20		Dic.21		Dic.22		Dic.23	
		%		%		%		%
<b>Ingresos</b>	<b>284</b>	<b>100%</b>	<b>1,891</b>	<b>100%</b>	<b>3,273</b>	<b>100%</b>	<b>2,066</b>	<b>100%</b>
Intereses por inversiones	284	100%	1,891	100%	3,273	100%	2,066	100%
<b>Gastos</b>	<b>178</b>	<b>63%</b>	<b>1,629</b>	<b>86%</b>	<b>3,890</b>	<b>119%</b>	<b>1,670</b>	<b>81%</b>
<b>Gastos de operación</b>								
Gastos financieros	165	58%	1,519	80%	3,749	115%	1,547	75%
Gastos por gestión	14	5%	106	6%	114	3%	99	5%
Gastos generales de administración	-	0%	5	0%	28	1%	24	1%
<b>Resultado de operación</b>	<b>106</b>	<b>37%</b>	<b>262</b>	<b>14%</b>	<b>(618)</b>	<b>-19%</b>	<b>396</b>	<b>19%</b>
Otros ingresos y gastos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Utilidad del período</b>	<b>106</b>	<b>37%</b>	<b>262</b>	<b>14%</b>	<b>(617)</b>	<b>-19%</b>	<b>396</b>	<b>19%</b>
<b>Otra utilidad integral</b>								
Ajustes en el valor razonable de instrumentos financieros de cobertura	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
<b>Resultado integral del período</b>	<b>106</b>	<b>37%</b>	<b>262</b>	<b>14%</b>	<b>(617)</b>	<b>-19%</b>	<b>396</b>	<b>19%</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 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.

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.