

FONDO DE INVERSIÓN CERRADO INMOBILIARIO ATLÁNTIDA PROGRESA+.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 16 de abril de 2021

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito y Mercado	A-fii.sv	A-fii.sv	Fondos calificados Afii muestran una media-alta capacidad para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones son discretamente sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Riesgo Administrativo y Operacional	Adm 2.sv	Adm 2.sv	El fondo cuenta con alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Perspectiva	Estable	Estable	

“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión. Los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.”

MM US\$ al 31.12.20			
Inmuebles: 13.2	Activos: 13.6	Patrimonio: 7.0	
Rentabilidad: 7.0%	Ingresos: 0.7	U. Neta: 0.5	

Historia: Fondo A-fii / Adm 2, asignada el 28.02.19

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del fondo de inversión al 31 de diciembre de 2019 y 2020; así como información adicional proporcionada por la gestora.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Atlántida Progresas+ (en adelante el Fondo), administrado por Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión (en adelante AC o la gestora): A-fii.sv a la dimensión de riesgo de crédito y mercado y Adm 2.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2020.

El entorno económico adverso por la pandemia del COVID-19 ha sido considerado por el Comité de Clasificación por su incidencia en una menor dinámica económica del país y potenciales impactos al sector inmobiliario. La perspectiva de la calificación es Estable.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.

Elevada concentración en su portafolio inmobiliario, natural por su corto tiempo de operación: La calificadora considera que la concentración de los principales inmuebles sobre el total del portafolio es elevada, en razón que la mayor inversión inmobiliaria representa el 61.5% del total de los activos, complementándose con la propiedad recientemente adquirida. Adicionalmente, la estructura del portafolio denota concentración en sus principales arrendatarios, destacando que los 10 mayores inquilinos reflejan el 68.0% de los arrendamientos a diciembre de 2020. Uno de los principales desafíos del Fondo es diversificar sus propiedades, bajo un entorno bastante retador para el sector inmobiliario (tendencia de trabajo de forma

remota). Cabe mencionar que la compra de inversiones inmobiliarias del Fondo del primer año cerró por debajo de la proyección estimada, haciendo notar que los procesos de debida diligencia y análisis de las inversiones inmobiliarias fueron retrasados por las medidas de confinamiento para evitar el contagio del COVID-19.

Favorable calidad de los inmuebles: La estrategia de adquisición de inmuebles del Fondo se considera adecuada, ésta se centra principalmente en el área metropolitana de San Salvador, en propiedades nuevas o con antigüedad de construcción preferiblemente inferior a 15 años y que se encuentren en las mejores condiciones posibles, con el fin de acotar un potencial gasto de mantenimiento y maximizar el rendimiento al inversionista. A la fecha del presente informe, la ubicación y características de ambos inmuebles (oficinas y locales comerciales) cumplen con lo establecido en las políticas y el reglamento interno del Fondo. Con fecha 11 de septiembre de 2019, el Fondo realizó su primera compra de inmueble (oficinas de Torre Futura), por un monto aproximado de US\$7.9 millones; adicionalmente, el 15 de diciembre de 2020 se concretó la compra de su segunda inversión inmobiliaria (espacios de oficinas y comercios en el Edificio Avante), por un monto estimado de US\$5.0 millones. Ambas adquisiciones se realizaron con una combinación aproximada de 50% de cuotas de participación y el resto a través de financiamiento con Banco Atlántida El Salvador, S.A. Los arrendatarios del Fondo presentan una adecuada calidad crediticia al cierre de 2020; constituyéndose principalmente de oficinas

privadas (43.1%), organismos internacionales (36.5%) y comercios/restaurantes (11.9%).

Retiro de un inquilino determina aumento en el nivel de desocupación: El objetivo del Fondo es adquirir propiedades al 100% de ocupación, en condiciones óptimas, en sintonía con la estrategia de adquisición de la administración, nivel que se considera desafiante, principalmente en locales comerciales. Se señala que el segundo inmueble (espacios en Edificio Avante) que fue adquirido en 2020 posee locales sin ocupación al cierre del año, sin embargo, la Administración ha mitigado esto mediante un acuerdo con el antiguo dueño, en el cual le garantiza al Fondo la totalidad de los arriendos hasta 2022; en caso que un local se desocupe o que un inquilino pague un importe menor al que le corresponde, el anterior propietario complementará dicho pago. La empresa con la que se logró este acuerdo es una compañía regional con múltiples inversiones en Guatemala y El Salvador, con reconocido prestigio. A la fecha del presente reporte, el anterior dueño paga alrededor de un 10% de los flujos provenientes de los espacios alquilados en Edificio Avante, bajo este acuerdo. Al cierre de 2020, el Fondo registró una ocupación del 95.3%, por el retiro de un inquilino, que desalojó recientemente su local debido a reestructuraciones estratégicas de su casa matriz, cumpliendo con la cláusula de salida anticipada según su contrato (3 cuotas anticipadas).

Rentabilidad estable en 2020, aunque disminuye en los primeros meses de 2021 por desocupación: Al 31 de diciembre de 2020, el fondo registró una rentabilidad anualizada de 7.01%; haciendo notar que la rentabilidad promedio pagada por el Fondo durante el primer año de operaciones superó las proyecciones para este mismo período (7.8% versus 7.6%). Se señala que, a partir de marzo de 2021, se ha registrado una disminución significativa en el promedio de la rentabilidad diaria anualizada, comportamiento vinculado con el retiro de uno de sus principales inquilinos. Zumma Ratings prevé que el desempeño del Fondo en términos de utilidades para 2021, estará determinado por el comportamiento de los ingresos, en un contexto desafiante por la lenta recuperación económica.

Nivel de endeudamiento razonable: Para efectuar la

compra de los inmuebles, el Fondo recibió financiamiento bancario por el 49.2% del valor de las propiedades. Las proyecciones a 5 años del fondo estiman un nivel de endeudamiento no mayor a 1.0 vez (x) su patrimonio (límite regulatorio de 2.0x). El Fondo cumple con su política reflejando un endeudamiento financiero de 0.86x sobre patrimonio al cierre de 2020.

Adicionalmente, los ingresos por arrendamientos registran una favorable cobertura de los gastos financieros de 2.6 veces a diciembre de 2020 (2.5 veces en diciembre de 2019).

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Políticas y prácticas de la compañía altamente integradas con su matriz: AC cuenta con el soporte y acompañamiento de su matriz hondureña (Grupo Financiero Atlántida). Zumma Ratings considera que AC es estratégicamente importante para su grupo por la vinculación de marca y por las inyecciones de capital realizadas por su grupo hacia la compañía desde el inicio de operaciones. Además, la operación de AC está alineada con la visión y objetivos de su matriz.

Políticas, trayectoria de los funcionarios y herramientas, favorecen la gestión de activos: El involucramiento de los miembros del Grupo Atlántida es activa para la gestión de riesgos y las decisiones de inversión; valorándose el conocimiento del equipo gestor en el sector inmobiliario y financiero. AC tiene debidamente documentado sus políticas; aplicándolas para mantener un ambiente de control en sus operaciones. Los documentos que rigen las funciones y responsabilidades de cada parte, cumplen con los requerimientos del marco regulatorio.

Por otra parte, las herramientas con las que trabaja AC se ponderan como apropiadas para mantener el negocio en marcha. Los servicios de auditoría, contabilidad, cumplimiento y tecnología son provistos por Banco Atlántida de El Salvador, S.A. (calificación de EA+.sv por Zumma Ratings); valorándose las sinergias con su conglomerado financiero.

Fortalezas

1. Adecuada calidad de los inmuebles.
2. Baja volatilidad de la rentabilidad real.
3. Adecuado nivel de endeudamiento.

Debilidades

1. Elevada concentración en el portafolio inmobiliario, natural por el corto tiempo de operación.
2. Reducción en el nivel de ocupación.

Oportunidades

1. Diversificación en el portafolio de propiedades.
2. Plusvalía de las propiedades.

Amenazas

1. Entorno económico retador y efectos adversos ocasionados por el brote y la emergencia del COVID-19.
2. Variaciones en el nivel de ocupación y precio de alquiler por condiciones de mercado.

ENTORNO ECONÓMICO

La crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido un evento sin precedentes; generando un efecto disruptivo en la economía a nivel global. En ese sentido, en el segundo y tercer trimestre de 2020 la economía de El Salvador registró significativas disminuciones interanuales en su PIB (-19.8% y -10.2%, respectivamente). Además, el Banco Central de Reserva (BCR) estimó una contracción anual entre -7.0% y -8.5% para el cierre de 2020. Lo anterior refleja el impacto en la economía de las medidas de cierre temporal de fronteras, aeropuertos, restricciones a la libre movilidad, confinamiento social y cese de la actividad económica de los sectores no esenciales para disminuir el número de casos y contagios por la pandemia.

El 24 de agosto de 2020, la economía inició su reapertura. Si bien la reapertura en la economía contribuyó a una recuperación de puestos de trabajo que quedaron en estatus de suspensión temporal, el nivel de empleo formal registró una disminución anual de 2.1% al cierre de 2020. Con base en datos del Fondo Monetario Internacional (FMI), El Salvador reflejará una expansión en su economía del 4.0% para 2021. Entre los factores positivos que podrían contribuir con la recuperación económica se encuentran la disminución en los índices de violencia, los modestos y estables niveles de inflación, el mayor flujo de remesas, el inicio de la vacunación contra el COVID-19 y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales. En contraposición, entre los elementos adversos se señalan el aumento en el precio del petróleo, el elevado nivel de endeudamiento público, el acceso a financiamiento del Gobierno sin medidas fiscales claras, la contracción en la inversión privada (local y extranjera), el menor volumen de exportaciones y la percepción que tenga la comunidad internacional sobre el Estado de Derecho en el país.

Según datos del BCR, las exportaciones totales registraron una contracción anual del 15.4% al cierre de 2020, explicada principalmente por el menor importe de los sectores industria manufacturera y maquilas. Durante los meses críticos de la coyuntura sanitaria en que se presentó el cierre de fronteras y sectores no esenciales de la economía, se observó una contracción severa en las exportaciones, sin embargo, la reapertura económica local y de los socios comerciales de El Salvador conllevó una importante recuperación de las exportaciones mensuales en el último trimestre de 2020, logrando niveles mensuales similares a los registrados antes de la pandemia.

Por otra parte, las importaciones decrecieron anualmente en 11.8%, al cierre de 2020, especialmente de productos de industria manufacturera. En otro aspecto, la factura petrolera se redujo un 36.8% producto de los bajos precios registrados (Precio promedio por barril del crudo WTI durante 2020: USD\$39.1), así como por la reducción de la demanda durante el período de confinamiento. No obstante, el precio internacional del petróleo ha mostrado una tendencia al alza en los primeros meses del 2021. El volumen acumulado de remesas recibido en 2020 ascendió a US\$5,918.6 millones, reflejando un incremento anual del 4.8%. En sintonía con la crisis sanitaria y las restricciones de movilidad en Estados Unidos, las remesas familiares

registraron una reducción en el segundo trimestre de 2020. Sin embargo, la apertura de la economía norteamericana, así como una recuperación en la tasa de desempleo hispano contribuyeron a su incremento en el segundo semestre de 2020.

La actual crisis encontró las finanzas públicas en una posición de fragilidad debido al elevado endeudamiento y al estrecho espacio fiscal. El volumen de deuda pública total incrementó anualmente un 14.2% en 2020 (uno de los más altos de la región); estimándose que el ratio deuda/PIB se ubicó en 90.0% al cierre de 2020. Al respecto, el país emitió US\$1,000 millones con un plazo de 32 años y una tasa de interés del 9.50% en julio de 2020; valorándose el alto costo de este financiamiento en virtud del perfil crediticio de El Salvador (B- y B3 por S&P y Moody's, respectivamente). Cabe mencionar que Moody's modificó la perspectiva crediticia de El Salvador a Negativa en febrero de 2021, debido a los retos fiscales y de sostenibilidad de la deuda pública que presenta el Gobierno. Durante los dos primeros meses del 2021, el Gobierno presentó atrasos en el pago a proveedores y en la transferencia de recursos FODES, mientras que los ingresos recaudados fueron menores a los presupuestados; presionando aún más las finanzas públicas.

Zumma Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante en 2021, principalmente por el vencimiento de LETES y CETES y el limitado acceso a financiamiento externo e interno. Un aspecto clave será la estrategia fiscal que impulse el Gobierno; considerando el control que tendrá el partido Nuevas Ideas en la Asamblea Legislativa a partir del 1 de mayo. Además, el Gobierno ha confirmado que mantiene negociaciones con el FMI para una Línea de Crédito Extendida, conllevando a la implementación de un potencial ajuste fiscal.

ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO

Durante 2020, según cifras del Banco Central de Reserva, el sector construcción registró una caída anual en su producción del 15.1%, revirtiendo la tendencia de crecimiento observada en períodos anteriores. Las medidas de confinamiento durante el período crítico de la pandemia, así como la operatividad parcial de los proyectos posterior a la reapertura económica, explican el comportamiento descrito. Zumma opina que, en 2021 el sector reflejará una recuperación débil en su producción, en un contexto retador por la lenta recuperación económica.

De acuerdo con CASALCO, los proyectos más atractivos actualmente para las empresas inmobiliarias son los apartamentos para la clase media y alta, debido a los niveles de demanda actual en dicho segmento. Un indicador que mide el comportamiento del sector construcción, es el incremento que exhiben los créditos por parte de la banca, dirigidos al mercado de construcción, en tanto que, al 31 de diciembre de 2020, los montos otorgados registraron un bajo crecimiento anual del 3.5% (37.3% en 2019).

El primer Fondo de Inversión Inmobiliario inició operaciones el 10 de septiembre de 2019 con la primera colocación de cuotas de participación, concretando la compra de dos inmuebles y alcanzando activos por US\$13.6 millones aproximadamente. El reciente desarrollo de un marco normativo para fondos de inversión y la experiencia en los mercados de la región se valoran como aspectos positivos para la gestación de fondos de dicha naturaleza, no obstante, los impactos que el sector inmobiliario reciba por la coyuntura sanitaria actual pueden desacelerar el desarrollo de estos.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA GESTORA

Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión es una compañía especializada en la administración de fondos de inversión abiertos y cerrados, de acuerdo con la Ley de Fondos de Inversión de El Salvador y con las normativas que apliquen. El 6 de abril de 2017, fue aprobado el inicio de operaciones AC por la SSF como gestora de fondos de inversión; mientras que el primer fondo de inversión de AC inició operaciones en febrero de 2018 y el segundo fondo en abril de 2018. Además, el primer fondo de inversión inmobiliario en el país, administrado por AC, colocó el tramo I de su emisión por US\$4.0 millones el 10 de septiembre de 2019.

El 99.99% de las acciones de AC pertenecen a Inversiones Financieras Atlántida, S.A. (IFA), la cual es subsidiaria de Invatlán, siendo esta última la compañía holding del Grupo Financiero Atlántida. Invatlán es un conglomerado financiero con sede en Honduras y con una amplia trayectoria; haciendo notar que es uno de los grupos financieros más grandes a nivel regional. En El Salvador, Grupo Financiero Atlántida opera en el sector de banca, administración de fondos de pensiones y de inversión, casa corredora de bolsa; y recientemente, en el segmento de seguros de personas.

Los estados financieros auditados de la Gestora y el Fondo han sido preparados conforme a las normas contables emitidas por el Banco Central de Reserva que les son aplicables y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), prevaleciendo la normativa emitida por el BCR cuando haya conflicto con las NIIF. Al 31 de diciembre de 2020, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la Gestora y el Fondo.

CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN CERRADO INMOBILIARIO ATLÁNTIDA PROGRESA+ (DICIEMBRE 2020).

Nombre del Fondo: Fondo de Inversión Cerrado Inmobiliario Atlántida ProgresA+.

Gestora: Atlántida Capital, S.A. Gestora de Fondos de Inversión.

Inicio de operaciones: 10 de septiembre de 2019.

Naturaleza: Cerrado

Especialidad: Inmobiliario, inmuebles construidos y terminados

Monto de la emisión: Hasta US\$150,000,000.00

Cantidad de participaciones: Hasta 30,000 cuotas.

Valor nominal de la participación: US\$5,279.75

Moneda: US Dólar.

Periodicidad de reparto de beneficios: trimestral.

Duración del Fondo: 30 años.

El objeto del Fondo, de acuerdo con su reglamento interno, es la inversión en inmuebles ubicados en el territorio salvadoreño. Asimismo, la inversión en títulos valores de oferta pública en el mercado de valores salvadoreño, tanto del sector público como del sector privado, así como en certificados de depósitos a plazo fijo, cuotas de participación en fondos de inversión abiertos, cuentas de ahorro y corrientes. Es un Fondo de mediano a largo plazo debido a su composición de cartera de inversiones inmobiliarias.

El tipo de inversionista al que va dirigido el fondo consiste en partícipes (persona natural o jurídica) que deseen manejar sus inversiones a mediano o largo plazo, en línea con la naturaleza del fondo, con una tolerancia media-alta de riesgo y con experiencia previa en el mercado bursátil.

ANÁLISIS DE RIESGO DEL FONDO

Riesgo de Crédito y Mercado

Calidad del portafolio de inmuebles

Con fecha 11 de septiembre de 2019, el Fondo realizó su primera compra de inmueble (oficinas de Torre Futura), por un monto aproximado de US\$7.9 millones; adicionalmente, el 15 de diciembre de 2020 se concretó la compra de su segunda inversión inmobiliaria (espacios de oficinas y comercios en el Edificio Avante), por un monto estimado de US\$5.0 millones. Ambas adquisiciones se realizaron con una combinación aproximada de 50% de cuotas de participación y el resto a través de financiamiento con Banco Atlántida El Salvador, S.A. La plusvalía registrada del Fondo durante 2020 fue de 2.83%.

La estrategia de adquisición de inmuebles del Fondo se considera adecuada, ésta se centra principalmente en el área metropolitana de San Salvador, en propiedades nuevas o con antigüedad de construcción preferiblemente inferior a 15 años y que se encuentren en las mejores condiciones posibles, con el fin de acotar un potencial gasto de mantenimiento y maximizar el rendimiento al inversionista. A la fecha del presente informe, la ubicación y características de ambos inmuebles (oficinas y locales comerciales) cumplen con lo establecido en las políticas y el reglamento interno del Fondo. Actualmente el Fondo se encuentra en diversas negociaciones, para realizar nuevas adquisiciones de inmuebles en el corto y mediano plazo. Cabe mencionar que la compra de inversiones inmobiliarias del Fondo del primer año cerró por debajo de la proyección estimada, haciendo notar que los procesos de debida diligencia y análisis de las inversiones inmobiliarias fueron retrasados por las medidas de confinamiento para evitar el contagio del COVID-19.

Dentro de las políticas del Fondo, el due diligence general para la adquisición de propiedades se lleva a cabo previo a una compra e incluye un análisis tanto del inmueble como de los inquilinos. El Fondo cuenta con contratos de arren-

damiento que disponen de cláusulas de protección en el caso de salidas anticipadas de inquilinos o cánones especiales que le permiten cierto nivel de protección y se consideran en línea con las reflejadas por el mercado inmobiliario local.

Por otra parte, el objetivo del Fondo es adquirir propiedades al 100% de ocupación, en condiciones óptimas, en sintonía con la estrategia de adquisición de la administración, nivel que se considera desafiante, principalmente en locales comerciales. Se señala que el segundo inmueble (espacios en Edificio Avante) que fue adquirido en 2020 posee locales sin ocupación al cierre del año, sin embargo, la Administración ha mitigado esto mediante un acuerdo con el antiguo dueño, en el cual le garantiza al Fondo la totalidad de los arriendos hasta 2022; en caso que un local se desocupe o que un inquilino pague un importe menor al que le corresponde, el anterior propietario complementará dicho pago. La empresa con la que se logró este acuerdo es una compañía regional con múltiples inversiones en Guatemala y El Salvador, con reconocido prestigio. A la fecha del presente reporte, el anterior dueño paga alrededor de un 10% de los flujos provenientes de los espacios alquilados en Edificio Avante, bajo este acuerdo. Al cierre de 2020, el Fondo registró una ocupación del 95.3%, por la reciente desocupación de un inquilino, que desalojó recientemente su local debido a reestructuraciones estratégicas de su casa matriz, cumpliendo con la cláusula de salida anticipada según su contrato (3 cuotas anticipadas).

En otro aspecto, la calificadora considera que la concentración de los principales inmuebles sobre el total del portafolio es elevada, en razón que la mayor inversión inmobiliaria representa el 61.5% del total de los activos, complementándose con la propiedad recientemente adquirida. Adicionalmente, la estructura del portafolio denota concentración en sus principales arrendatarios, destacando que los 10 mayores inquilinos reflejan el 68.0% de sus arrendamientos a diciembre de 2020. Cabe precisar que dicha concentración es normal, considerando la naturaleza inmobiliaria del Fondo y el corto tiempo de operación. Uno de los principales desafíos del Fondo es diversificar sus propiedades, bajo un entorno bastante retador para el sector inmobiliario.



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

Los arrendatarios del Fondo presentan una adecuada calidad crediticia al cierre de 2020; constituyéndose principalmente de oficinas privadas (43.1%), organismos inter-

nacionales (36.5%) y comercios/restaurantes (11.9% - Ver gráfico 1).

Se resalta que el 17.6% del portafolio de clientes realiza pagos anuales anticipados por sus arrendamientos. En ese sentido, el Fondo no registra importes de alquileres por cobrar en mora.

Al 31 de diciembre de 2020, el plazo de los vencimientos de contratos se concentra en el año 2021 (40.5%), seguido en ese orden el año 2022 (14.7%) y 2023 (15.9%). En relación con los contratos con vencimiento en 2021, el Fondo se encuentra en procesos de negociación para las respectivas renovaciones. De acuerdo con la Administración del Fondo, existe un cliente adicional que podría retirarse en el transcurso de 2021; a excepción del caso en mención, no se tienen indicios que otros inquilinos no vayan a renovar sus contratos de arrendamiento.

Valor cuota y rentabilidad

A diciembre de 2020, el valor nominal por participación del Fondo se ubicó en US\$5,279.75 (US\$5,000.00 en 2019), debido a la plusvalía obtenida durante 2020. Al cierre de 2020, el Fondo ha colocado 1,307 participaciones, equivalente a US\$6,900,633.25, comparando por debajo de las proyecciones iniciales.

Cabe mencionar que, AC implementó algunas medidas de alivio para algunos inquilinos del inmueble entre los meses de marzo y junio de 2020 por la contingencia sanitaria, las principales medidas fueron: posponer incrementos en los cánones de arrendamiento, descuentos inferiores al 10% de la cuota, entre otros; sin presentar un efecto significativo a la rentabilidad del Fondo. De igual forma, en los recientes espacios adquiridos en el Edificio Avante, algunos inquilinos realizaron acuerdos de alivio con el anterior propietario como descuentos y rebajas en cuotas. Al respecto, algunas de estas medidas continúan vigentes a la fecha; no obstante, el Fondo mitiga esto gracias al acuerdo pactado con el anterior dueño de pagar los complementos de los arriendos, así como en caso un inquilino se retire. Lo anterior tiene vigencia hasta diciembre de 2022. De acuerdo con la Administración, esperan que todos los inquilinos en esta propiedad regularicen sus pagos para el cierre de 2021.

Al 31 de diciembre de 2020, el fondo registró una rentabilidad anualizada de 7.01%; haciendo notar que la rentabilidad promedio pagada por el Fondo durante el primer año de operaciones superó las proyecciones para este mismo período (7.8% versus 7.6%). Se señala que, a partir de marzo de 2021, se ha registrado una disminución significativa en el promedio de la rentabilidad diaria anualizada, comportamiento vinculado con el retiro de uno de sus principales inquilinos, que cumplió con la cláusula de salida anticipada según su contrato (3 cuotas anticipadas).

El fondo presenta un desempeño financiero adecuado al 31 de diciembre de 2020, determinado por el volumen de ingreso de alquileres y ganancias por cambios en el valor razonable de las propiedades de inversión, así como la moderada participación de los gastos financieros y admi-

nistrativos. Zumma Ratings prevé que el desempeño del Fondo en términos de utilidades para 2021, estará en función del comportamiento de los ingresos, vinculados con la recuperación en los niveles de ocupación, en un contexto desafiante por la lenta recuperación económica.

Endeudamiento y coberturas

Para efectuar la compra de los inmuebles, el Fondo recibió financiamiento bancario por el 49.2% del valor del inmueble. Las proyecciones a 5 años del fondo estiman un nivel de endeudamiento no mayor a 1x veces su patrimonio. Este factor se considera una fortaleza del fondo, dado que la regulación local establece un límite de 2x veces su patrimonio.

El financiamiento del fondo estará fundamentado en deuda bancaria, haciendo notar que en sus primeros 5 años de operación, las compras proyectadas de inmuebles podrían estar financiadas en parte por préstamos de instituciones financieras, y en parte por aportes de inversionistas, derivados del patrimonio del fondo. A diciembre de 2020, los ingresos por arrendamientos registran una favorable cobertura de los gastos financieros de 2.6 veces.

En opinión de Zumma Ratings, el fondo presenta una media-alta capacidad para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas derivadas de la exposición de riesgo de crédito y de mercado. Sin embargo, la Administración presenta un desafío en recuperar y mantener los niveles de ocupación con condiciones favorables, en un retador entorno económico de lenta recuperación.

Riesgo Administrativo y Operacional de la Gestora

Principales políticas y objetivos

En opinión de Zumma, las características del fondo y las políticas que delimitan su operatividad se encuentran adecuadamente documentadas en su reglamento interno, apeándose a la normativa regulatoria que le corresponda. A continuación, se enlistan las principales políticas que rigen al fondo:

- Política de inversión de inmuebles
- Política de inversión en títulos valores
- Política de liquidez
- Política de endeudamiento
- Política de distribución de beneficios
- Política de valuación de las inversiones del fondo

Acorde a su objeto y naturaleza, se ha constituido el comité de vigilancia, cuyos miembros tienen la responsabilidad de actuar exclusivamente en el mejor interés de los participantes, vigilando las operaciones que la Gestora realice con los recursos del Fondo. De acuerdo con la Ley de Fondos, los miembros de dicho comité deberán ser de reconocida honorabilidad y contar con al menos cinco años de experiencia comprobada en materia financiera y administrativa o acorde al régimen de inversión del fondo respectivo.

En términos de resultados, la administración de tres productos diferenciados ha conllevado una mayor carga ope-

rativa para la Gestora; además, el volumen de los patrimonios en administración, todavía no permite absorber los gastos totales. En ese contexto, AC registró una pérdida neta de US\$274 mil al 31 de diciembre de 2020 (US\$506 mil en 2019); reportando utilidades en los primeros dos meses de 2021.

AC es una empresa subsidiaria del Grupo Financiero Atlántida, a través de Invatlán, como su último accionista. En opinión de Zumma Ratings, AC es altamente estratégica para su matriz debido a la vinculación de marca, la experiencia que tiene el grupo en administración de fondos de pensiones (tanto en Honduras como en El Salvador) y el compromiso mostrado por el Grupo Financiero Atlántida para fortalecer el patrimonio de AC (la última inyección se materializó en febrero de 2020).

AC es la tercera gestora por tamaño de fondos bajo administración con una cuota de mercado del 16.3% al cierre de 2020 (11.3% en 2019). Adicionalmente, se señala que la Gestora inició la administración del primer fondo de inversión cerrado inmobiliario en el mercado salvadoreño en septiembre de 2019.

Zumma Ratings no tiene conocimiento, al 31 de diciembre de 2020, que AC tenga contingencias legales o sanciones del regulador que puedan afectar la operación del negocio.

La estrategia de negocio de AC está alineada con los planes de su matriz, haciendo notar que el Grupo Financiero Atlántida tiene una participación activa en los diferentes órganos de gobernanza de AC. El seguimiento a la planeación de AC se realiza en las diferentes reuniones con la Junta Directiva que son una vez al mes como mínimo. Zumma Ratings es de la opinión que la Gestora refleja una coherencia entre las políticas que realiza con su estrategia como compañía.

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

Junta Directiva	
Director Presidente	Gabriel Delgado Suazo
Director Vicepresidente	Edgardo Figueroa Hernández
Director Secretario	Carlos Marcelo Olano Romero
Primer Director Suplente	Sara Ochoa Matamoros
Segundo Director Suplente	Carlos Coto Gómez
Tercer Director Suplente	Luis José Noyola Palucha

Por otra parte, Zumma Ratings considera que la Alta Administración de AC posee una trayectoria profesional adecuada en el sector financiero y en mercados de capital. El Gerente General y administrador de inversiones exhibe una amplia experiencia en el mercado bursátil local y trabaja en AC desde octubre de 2016. En el área de finanzas, la persona encargada ha trabajado en la compañía desde su inicio y refleja conocimientos en modelos financieros, riesgos, entre otros.

La estructura organizacional de AC se considera adecuada

para mantener el desempeño del negocio y para sostener el ambiente de control, es posible que el equipo aumente en línea con la evolución de los activos en administración. Cabe mencionar que la compañía fortaleció su personal en 2019, particularmente en el área comercial y de riesgos.

AC posee un manual de gobierno corporativo en el que se sustenta la operación de cada órgano en la Gestora. La Junta Directiva es elegida por la Junta de Accionistas y es la responsable de la adecuada conducción de AC, la Junta Directiva está integrada por seis miembros (tres titulares y tres suplentes), ninguno de ellos independiente. Algunos miembros de la Junta son personas con experiencia en el sector bancario en Honduras y El Salvador (en áreas como finanzas, administración y operaciones); mientras que otros miembros exhiben trayectoria en el mercado de seguros.

Las diferentes políticas relacionadas con el actuar operativo de AC se encuentran debidamente documentadas; haciendo notar que AC realiza anualmente un informe de gobierno corporativo. La Gestora cuenta con manuales para la gestión integral de riesgos, políticas de conflicto de intereses, reglamento interno del fondo, el cual contiene las políticas de inversión, endeudamiento, liquidez, entre otras.

En términos de segregación de áreas y funciones, las unidades de inversión y de riesgos son independientes entre sí y la toma de decisiones es separada entre ambas. En este sentido, el Administrador de Inversiones analiza si el título respeta las políticas de inversión en el reglamento y si el rendimiento contribuye en la rentabilidad objetivo del fondo. Por su parte, el área de riesgos se encarga de analizar la calidad crediticia del título y si su perfil de riesgo impactará negativamente en la calidad global del portafolio; asimismo, el área de riesgos determina si el plazo del título tendrá un impacto relevante en la estructura de vencimientos del portafolio y el grado de liquidez del mismo. La decisión de compra/venta de títulos y su ejecución se lleva a cabo por unidades independientes, en este caso Atlántida Securites, S.A. de C.V., Casa Corredores de Bolsa, ejecuta las órdenes de compra/venta de instrumentos.

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

Los comités que dan apoyo a la Junta Directiva son: comité de riesgos, comité de prevención de lavado de dinero y activos, comité de auditoría y comité de inversiones. Se valora que cada uno de los miembros de cada comité cuenta con una apropiada experiencia y trayectoria que permite inferir que la toma de decisiones se realiza guardando una adecuada mezcla entre rentabilidad y riesgos. Asimismo, la alta integración que tiene AC con el Grupo Financiero Atlántida se pondera como una fortaleza, en virtud del acompañamiento de la matriz en las operaciones de su subsidiaria y las sinergias con entidades relacionadas.

Cabe precisar que el Comité de Inversiones de Fondos Cerrados registró una reestructuración en los miembros

que los integran. Los miembros reflejan experiencia y trayectoria en áreas como: finanzas, administración, operaciones, tecnología, gestión de portafolios y sistema financiero. Cabe señalar que el administrador de inversiones es miembro con voz de dicho comité, sin embargo, no tiene voto en la toma de decisiones. La opinión de Zumma Ratings sobre la experiencia y conocimiento de los miembros y la forma de toma de decisiones no supone una fuente de riesgo.

Para la gestión de riesgos, AC ha desarrollado un manual para acotar la exposición de la gestora y sus fondos a riesgos financieros y no financieros. Dicho manual se fundamenta en la clasificación de cada tipo de riesgo y los diferentes pasos para mantener un ambiente de control, donde la Junta Directiva se encuentre enterada e informada sobre los diferentes riesgos de los fondos administrados.

Para el riesgo de crédito, AC analiza cada uno de los potenciales emisores antes de adquirir sus títulos valores. Para eso, la Gestora toma en cuenta la calificación de riesgo que tiene el emisor y establece límites de concentración de crédito o grupo de emisores que deban considerarse como una sola fuente de riesgo. El análisis de crédito incorpora la capacidad de pago de la contraparte, el colateral (calidad o valor de los activos del evaluado), historial de cumplimiento de pago y algunas características cualitativas de la entidad (ética y reputación corporativa, entre otros).

Para los riesgos de liquidez y mercado, el área de riesgos de AC toma en consideración medidas estándar como el VaR, duración, duración modificada, índices de concentración por partícipe, probabilidades de rescates significativos en un periodo determinado, análisis de calce entre activos y pasivos, entre otros. Además, el área de riesgos elabora escenarios para estresar la liquidez de los fondos de inversión administrados; tomando como supuestos rescates de cuotas de participación sobre determinados porcentajes de las cuotas en circulación. En dichos escenarios se ha modelado el impacto en el portafolio de inversiones en términos de composición, calidad crediticia, rentabilidad y valor cuota.

En otro aspecto, AC elabora un inventario de eventos de riesgo operacional; detallando el tipo de riesgo operacional (fraude interno, fraude externo, ejecución de procesos, fallos en los sistemas, entre otros) y posteriormente, AC realiza un mapa de incidencia de eventos de riesgo operacional con base en su impacto y probabilidad de ocurrencia. En ese sentido, los riesgos de AC se ponderan en un rango entre muy bajo a moderado; destacando que la Junta Directiva y las unidades de riesgos y auditoría tienen un papel preponderante para atenuar el riesgo operacional.

Para la valoración de inmuebles, AC mediante aprobación de Junta Directiva, contrata los servicios de dos valoradores ingenieriles para que lleven a cabo la valoración antes de comprar y sus respectivas actualizaciones, la cual es informada al comité de inversiones y a JD. La valoración de los inmuebles se realiza anualmente.

En términos de herramientas tecnológicas, SAIF2000W+

es el core que AC utiliza para su operación de administración de fondos de inversión, el cual contiene como principal apartado aspectos relacionados con la gestora y cada fondo que AC administra tiene su propio módulo. Las herramientas que utiliza AC se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio.

A juicio de Zumma Ratings, los perfiles de seguridad y atribuciones de los empleados que participan en el proceso de administración de los fondos de inversión son diferenciadas entre el *middle* y el *front office*, ponderándose dicha situación como positiva en la gestión operativa.

El plan de contingencia, en caso de desastres, de AC se encuentra debidamente documentado, el sitio principal se ubica en Banco Atlántida de El Salvador, mientras que el sitio alterno se encuentra en el departamento de San Miguel. El sitio de procesamiento principal de AC, se encuentra activo y con procesos diarios de replicación. El plan de contingencia de AC establece las acciones a seguir, la activación de la cadena de comunicación, la revisión física del sitio, entre otros. El Comité de Riesgos de AC establece que los planes de recuperación deben de ser aprobados con una frecuencia de una vez al año; después de las pruebas, el plan deberá de ser actualizado siempre y cuando se encuentren procesos de mejora.

ANEXO 1: ESTADOS FINANCIEROS DEL FONDO DE INVERSIÓN

FONDO DE INVERSIÓN CERRADO INMOBILIARIO ATLÁNTIDA PROGRESA+
BALANCE DE SITUACIÓN FINANCIERA
 (En miles de US Dólares)

	DIC. 19	%	DIC. 20	%
ACTIVO				
Activo Corriente				
Efectivo y equivalentes	435	5%	338	2%
Cuentas por Cobrar	1	0%	28	0%
Otros activos	48	1%	60	0%
Total Activo corriente	484	6%	426	3%
Activo no Corriente				
Propiedades de inversión	7,958	94%	13,201	97%
Total Activo no Corriente	7,958	94%	13,201	97%
TOTAL ACTIVO	8,442	100%	13,627	100%
PASIVO				
Pasivo Corriente				
Porción corriente de pasivos a plazo	96	1%	346	3%
Gastos financieros por pagar		0%		0%
Cuentas por pagar	270	3%	123	1%
Impuestos por pagar		0%	0	0%
Total Pasivo Corriente	365	4%	469	3%
Pasivo no Corriente				
Préstamos por pagar largo plazo	3,896	46%	6,053	44%
Depósitos en garantía recibidos	64	1%	80	1%
Total Pasivo No Circulante	3,960	47%	6,133	45%
TOTAL PASIVO	4,325	51%	6,602	48%
PATRIMONIO				
Títulos de participación	4,035	48%	6,715	49%
Patrimonio Restringido		0%	226	2%
Resultados por aplicar	81	1%	85	1%
TOTAL PATRIMONIO	4,116	49%	7,025	52%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	8,442	100%	13,627	100%

FONDO DE INVERSION CERRADO INMOBILIARIO ATLÁNTIDA PROGRESA+
ESTADO DE RESULTADOS
(En miles de US Dólares)

	DIC. 19	%	DIC. 20	%
Ingresos	179	100%	731	100%
Ingreso por alquileres	175	98%	724	99%
Ingreso por inversiones	3	2%	7	1%
Gastos	97	54%	410	56%
Gastos Financieros por Operaciones con Instrumentos	1	1%	4	1%
Gastos por Obligaciones con Instituciones Financieras	71	40%	280	38%
Gastos por Gestión	20	11%	83	11%
Gastos Generales de Administración y Comités	5	3%	15	2%
Otros Gastos		0%	28	4%
Ganancias por cambios en el valor razonable de propiedades de inversión		0%	226	31%
Resultado integral	81	46%	547	75%
Resultado integran total del período	81	46%	547	75%

FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS.

Clasificación de riesgo de crédito y mercado	
AAAfii	Es la calificación más alta otorgada a un fondo de inversión. Refleja la más alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones presentan el menor riesgo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
AAfii	Fondos calificados AAfii muestran una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones presentan una ligera sensibilidad frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Afii	Fondos calificados Afii muestran una media-alta capacidad para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones son discretamente sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
BBBfii	Fondos calificados BBBfii muestran una capacidad media para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Aunque los activos pueden presentar ciertos riesgos y/o la política de inversiones presenta algunas desviaciones, estas podrían solucionarse en el corto plazo. El fondo es más sensible frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado que aquellos en categorías superiores.
BBfii	Fondos calificados en BBfii 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. Se asignará esta categoría cuando las inversiones del fondo, producto del riesgo de sus activos, o por cambios en las condiciones de mercado o por las políticas de inversión podrían provocar el incumplimiento de obligaciones. Las inversiones del fondo presentan problemas patrimoniales que deben ser superados en el mediano plazo.
Bfii	Fondos calificados en Bfii muestran una baja capacidad para preservar el valor del capital y muy alta probabilidad de incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Se asignará esta categoría cuando los activos que integran el fondo posean características especulativas. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones son altamente sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Cfii	Fondos calificados en Cfii 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. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones son más sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado que las categorías de riesgo superiores.
Dfii	Fondos calificados en Dfii 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. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones presentan la más alta sensibilidad a las condiciones económicas o de mercado en relación a las categorías de riesgo superiores.
Efii	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,	
Clasificación de riesgo administrativo y operacional	
Adm 1	Es la mas alta categoría de clasificación. El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 2	El fondo cuenta con alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 3	El fondo cuenta con media -alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 4	El fondo cuenta con calidad media en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión y existen oportunidades de mejora relevantes.
Adm 5	El fondo cuenta con calidad media-baja en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión. Tienen alta probabilidad de incurrir en perdidas por riesgos operativos o administrativos y requieren mejoras tecnológicas o operativas esenciales para una correcta gestión del fondo.
Adm 6	La baja calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la gestión del fondo han afectado la capacidad de la Gestora para conservar el capital. La Gestora requiere realizar inversiones sustanciales para mejorar la gestión del fondo.
E	La Clasificadora no dispone de información válida, representativa y suficiente para emitir una calificación.

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web www.zummaratings.com.

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.