

## CENTRAL DE DEPÓSITOS DE VALORES, S. A. DE C. V. (CEDEVAL)

### Informe mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria N.º 6042024 del 22 de abril de 2024.

Fecha de ratificación: 26 de abril de 2024.

Información financiera: auditada al 31 de diciembre de 2023.

Contactos: Karla Amaya Rodríguez  
 Marco Orantes Mancía

Analista financiero [kamaya@scriesgo.com](mailto:kamaya@scriesgo.com)  
 Director País [morantes@scriesgo.com](mailto:morantes@scriesgo.com)

## 1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El informe corresponde al análisis de mantenimiento de la Central de Depósitos de Valores (CEDEVAL), con información financiera auditada al 31 de diciembre de 2023.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente clasificación de riesgo:

CEDEVAL			
Anterior		Actual	
Clasificación	Perspectiva	Clasificación	Perspectiva
EAA+ (SLV)	Estable	EAA+ (SLV)	Estable

\*La clasificación actual no varió con respecto a la anterior.

### Explicación de la clasificación otorgada<sup>1</sup>:

**EAA:** corresponde a aquellas entidades que cuentan con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía. Los factores de protección son fuertes, el riesgo es modesto.

**Perspectiva estable:** se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.

Dentro de una escala de clasificación se podrán utilizar los signos “+” y “-”, para diferenciar los instrumentos con mayor o menor riesgo dentro de su categoría. El signo “+” indica un nivel menor de riesgo, mientras que el signo “-” indica un nivel mayor de riesgo.

**SLV:** indicativo de país que SCRiesgo utiliza para las clasificaciones que otorga en El Salvador. El indicativo no

forma parte de la escala de clasificación en El Salvador. La escala utilizada por la Clasificadora está en estricto apego a la Ley del Mercado de Valores y a las Normas técnicas sobre las Obligaciones para las Sociedades Clasificadoras de Riesgo.

## 2. FUNDAMENTOS

### Fortalezas

- CEDEVAL es la única institución que brinda servicios de custodia y administración de valores en El Salvador.
- La eficiencia operativa de CEDEVAL pondera positivamente en el análisis, favorecida por el aprovechamiento de economías de escala y plataformas tecnológicas.
- Al ser subsidiaria de la Bolsa de Valores de El Salvador (BVES), mantiene estructuras compartidas que permiten una mayor eficiencia.
- La estructura de gobierno corporativo, manuales, sistemas y procesos están formalmente definidos para gestionar la operación y controlar los riesgos del negocio.
- La relación estratégica con centrales de depósitos de Latinoamérica y Estados Unidos amplía el conocimiento tecnológico, de negocios y las buenas prácticas internacionales.
- Los robustos niveles patrimoniales fortalecen las coberturas ante posibles pérdidas potenciales del negocio.

*“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.”*

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

- Altas barreras de entrada y un mercado relativamente pequeño limitan en gran medida la participación de más competidores dentro del mercado de valores local.

## Retos

- Mantener un volumen de negocio estable ante la fluctuación de los ciclos económicos, coyuntura actual de sus principales clientes y efectos especulativos que podría generar el riesgo soberano en los mercados internacionales.
- Continuar con las mejoras de la gestión del riesgo operativo.

## Oportunidades

- Consolidación del mercado de fondos de inversión.
- Creación de nuevos productos bursátiles.
- Desarrollo del mercado de bonos temáticos.
- Generación de nuevas alianzas regionales e integración de mercados.

## Amenazas

- El riesgo soberano por parte del Estado podría desincentivar las transacciones bursátiles e impactar en el volumen operativo de CEDEVAL, explicado por el nivel de concentración en instrumentos garantizados con deuda soberana.
- El entorno económico experimenta altos niveles de inflación y tasas de interés, lo cual puede generar incertidumbre para nuevas emisiones y reducir el volumen de transacciones.

## 3. CONTEXTO ECONÓMICO

### 3.1 Producción nacional

Para el año 2023, el Banco Central de Reserva reportó el crecimiento del PIB en 3.5% superior al 2.8% de 2022. La economía salvadoreña fue impulsada por el aumento en la actividad en los sectores de construcción (+17.9%), electricidad (+14.6%), actividades profesionales (+11.1%) y,

financieras y seguros (+7.5%). El resultado ha sido favorecido por la reducción en los índices de criminalidad incentivando la inversión, desarrollo de proyectos de inversión pública y privada, la modernización y digitalización de servicios públicos, y el turismo.

En un contexto de elevada inflación y limitado espacio fiscal, el BCR estima el crecimiento económico entre el 3.0% y 3.5% para 2024; organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) contemplan un 3.0%, el Banco Mundial un 2.5% y 2.0% según la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal).

### 3.2 Finanzas públicas

A nivel fiscal, los ingresos totales del Sector Público No Financiero (SPNF) aumentaron en 6.8% a diciembre de 2023, inferior al 10.9% reportado el año anterior. El 79.7% corresponden a los tributarios, los cuales incrementaron en 4.6%. El comportamiento estuvo influenciado, por la dinámica presentada en el Impuesto sobre Renta (+3.4%) e Impuesto al Valor Agregado (+5.0%).

En relación con el gasto público del SPNF, este totalizó USD9,203.7 millones, un aumento del 9.3% superior a la mínima reducción del 0.02% reportada en diciembre de 2022 (USD8,423.1 millones). El gasto se concentra en un 84.2% en gasto corriente (+2.5%) y el 15.8% en gasto de capital. Históricamente, los egresos públicos han estado orientados a solventar las obligaciones inmediatas del Gobierno, principalmente en consumo (+9.0%) e intereses (-10.8%).

Resultado de la dinámica de ingresos y gastos, se registró ahorro primario del SPNF por USD643.0 millones y el déficit total en USD787.6 millones (diciembre 2022: -USD860.3 millones). Bajo las proyecciones actuales, representaría el 2.3% del PIB frente al 2.7% del año anterior. De los desembolsos ejecutados, USD1,330.5 millones corresponden a intereses de deuda (15.8% de los ingresos), y USD5,165.3 millones a gasto de consumo (61.4% de los ingresos).

A partir de abril de 2023, la deuda pública relacionada con pensiones se excluye del registro del SPFN, debido a los cambios establecidos en la nueva reforma de pensiones aprobada en 2022. La deuda previsional que totalizaba USD6,184.7 millones (abril 2023) se trasladó a las obligaciones del nuevo Instituto Salvadoreño de Pensiones (ISP). En consecuencia, la deuda del SPNF sumó USD18,882.0 millones y percibió un aumento del 4.7% con

relación a diciembre de 2022 (deuda sin pensiones: USD18,033.2 millones).

A diciembre de 2023, la deuda del SPNF representa el 55.5% del PIB, relativamente menor al reportando en diciembre de 2022 de 56.4% del PIB (sin pensiones) y del 75.8% considerando pensiones; favorecido por la dinámica de un mayor denominador y cambios contables realizados. Según la clasificación de la deuda, el 69.0% corresponde a las obligaciones de largo plazo, un 18.3% a mediano plazo y el 12.7% restante, las emisiones de LETES y CETES.

### 3.3 Comercio exterior

Durante el año 2023, las exportaciones registraron USD6,498.1 millones, una reducción del 8.7% en relación con 2022 (USD7,115.1 millones). Los sectores más impactados fueron las maquilas (-30.0%), el sector primario<sup>1</sup> (-13.5%) y comercio al por mayor y menor (-48.8%). Los principales socios estratégicos comprenden a Estados Unidos con el 35.6% de las exportaciones, seguido de los pares centroamericanos (49.3%), México (3.4%) y Canadá (1.7%). Por su parte, las importaciones totales sumaron USD15,648.3 millones, una reducción del 8.5% en relación con 2022 (USD17,108.0 millones).

### 3.4 Inversión extranjera directa (IED)

Al tercer trimestre de 2023, los flujos de IED netos totalizaron USD486.8 millones, lo que implicó una posición superavitaria a lo observado en igual periodo del año anterior, donde se experimentó salidas de IED por USD47.8 millones. Este comportamiento está vinculado al aumento en la entrada de capitales en la industria manufacturera (USD137.8 millones); y en actividades específicas como transporte aéreo (USD111.5 millones), electricidad (USD79.8 millones) y comunicaciones (USD58.3 millones).

Panamá con USD137.7 millones, México con USD115.1 millones y España con USD106.6 millones, fueron los países con mayores aportes en la IED durante el periodo en mención.

### 3.5 Inflación

Durante el 2023, el país ha experimentado una desaceleración en la inflación, al puntuar en diciembre de 2023 un 1.2% desde el 7.3% del año anterior. Los segmentos

de restaurantes y hoteles (+5.8%), bebidas alcohólicas y tabaco (+4.4%) y, alimentos y bebidas no alcohólicas (+4.0%) fueron los segmentos de mayor incremento. A nivel de producción, el Índice de Precios al Productor (IPP) se observa una tendencia similar, al elevarse 1.8% a diciembre 2023 inferior al 4.9% del año anterior.

### 1.1 Remesas familiares

A diciembre de 2023, las remesas familiares totalizaron USD8,181.8 millones, un aumento del 4.6%, superior al 3.1% registrado en 2022. Históricamente, las remesas han constituido una base importante para satisfacer la demanda interna y potenciar consumo de los hogares, representando el 24.1% del PIB proyectado de 2023 (2022: 24.4% del PIB). En promedio el 42.2% del total corresponden a operaciones de hasta USD499.9, y un 20.2% entre USD500 y USD999.9. Del total, el 93.0% provienen de envíos desde Estados Unidos, seguido de Canadá (1.0%), España (0.6%), Italia (0.6%) y Reino Unido (0.2%).

## 2. MERCADO DE VALORES DE EL SALVADOR

Al cierre de 2023, el mercado de valores ha percibido un mayor dinamismo en el nivel de operaciones realizadas. El monto negociado totalizó USD5,143.0 millones, luego de un aumento del 70.2%, lo cual fue favorable comparado contra la contracción registrada en 2022 (-17.5%). Los resultados fueron favorecidos por la dinámica en las operaciones en los cuatro segmentos que integran el mercado<sup>2</sup>. En total, se negociaron 8,554 transacciones de compra y 8,093 de venta; 2,636 y 2,839 más que el año anterior, respectivamente. Entre estas revisten importancia las emisiones realizadas por el Gobierno de El Salvador, Banco Hipotecario y Hencorp Titularizadora.

De acuerdo a las operaciones de compra y venta, el sector bancario reportó mayor actividad, al concentrar el 22.6% y 38.2% de las operaciones respectivamente. A nivel de compras se encuentran las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP's) con 19.2%, entidades extranjeras (19.1%) y los Fondos de Inversión Abiertos (11.9%). Las ventas fueron determinadas por las AFP'S (13.2%), entidades extranjeras (15.8%) y Otros (21.4%).

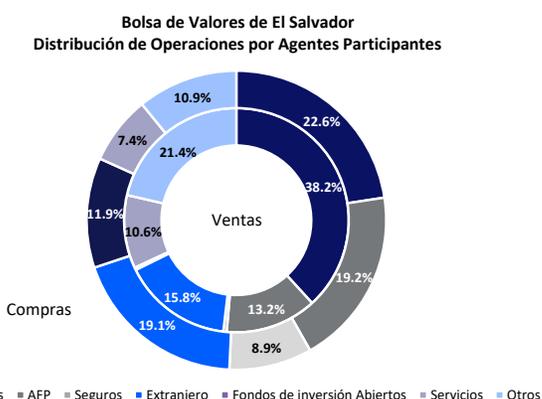
Según el segmento de mercado, al primario corresponde el 35.9% del total transaccional, donde se emitieron USD1,846.0 millones, un 88.9% más que diciembre de 2022 (USD977.0 millones). La dinámica estuvo sustentada por las

<sup>1</sup> Compuesto por agricultura, ganadería, silvicultura y pesca.

<sup>2</sup> Mercado primario, secundario, reporto e internacional.

operaciones del sector privado (82.1% del total), principalmente, por los certificados de emisión de la banca local y los valores de titularización.

El mercado secundario registró USD551.0 millones en transacciones, una disminución del 31.2% en relación con diciembre de 2022 (USD801.0 millones). Producto del reacomodo de los participantes en la búsqueda de instrumentos de menor plazo, menores negociaciones de ETF's y de títulos privados locales. Por su parte, el mercado de reporto mostró mayor dinamismo al aumentar en 82.8% en las negociaciones, totalizando USD1,918.0 millones (diciembre 2022: USD1,049.0 millones); concentradas entre 5 a 8 días plazo, con rendimientos promedios entre el 3.28% y 9.58%.



Fuente: elaboración propia con base a datos de SSF.

A diciembre de 2023, las operaciones en el mercado internacional totalizaron USD827.0 millones, considerablemente superior respecto al año anterior (USD195.0 millones). Las transacciones se distribuyen en un 44.2% en títulos públicos y 55.8% en privados. Los principales valores de negociación corresponden a la deuda soberana del Gobierno de El Salvador (USD324.2.0 millones) y de Estados Unidos (USD17.3 millones). En el mercado accionario predomina los instrumentos constituidos por índices de acciones extranjeras tales como: *Standard & Poor's Depository Receipts, iShares S&P, Europe 350 Index Fund, entre otros.*

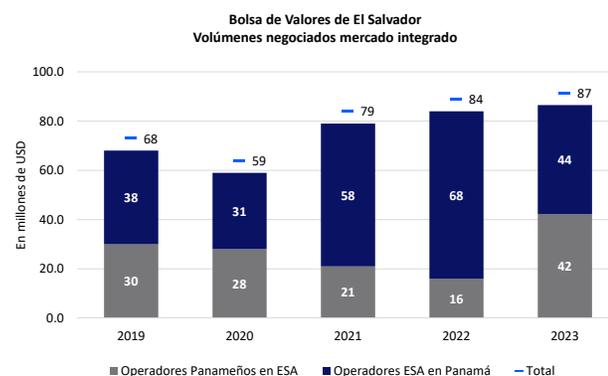
Mercado	Dic-22	%	Dic-23	%	Var. % 22-21	Var. % 23-22	Var. Abs 23-22
Primario	977.0	32.3%	1,846.0	35.9%	-20.2%	88.9%	869.0
Secundario	801.0	26.5%	551.0	10.7%	-3.8%	-31.2%	-250.0
Internacional	195.0	6.5%	827.0	16.1%	-37.3%	324.1%	632.0
Reportos	1,049.0	34.7%	1,918.0	37.3%	-19.0%	82.8%	869.0
<b>Total</b>	<b>3,022.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>5,142.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>-17.5%</b>	<b>70.2%</b>	<b>2,120.0</b>

Fuente: elaboración propia con base a datos de BVES.

## 2.1 Mercado integrado

La Integración de los Mercados de Valores es el resultado de compromisos entre las Bolsas de Valores de El Salvador y Panamá, en coordinación con las Superintendencias de ambos países. Dicha operación funciona como una alternativa eficiente, aprovechando de economías de escala y, generar nuevos mecanismos transaccionales para las empresas, por medio de un mercado de valores ampliado.

Al cierre del 2023, el monto transado entre los dos países alcanzó la suma de USD87.0 millones, un incremento del 3.0% en relación con diciembre de 2022 (USD84.0 millones). Monto distribuido entre el sistema electrónico de Panamá (SITREL) con USD42.0 millones (+163.8%) y el sistema electrónico de la Bolsa de El Salvador (SEN) con USD44.0 millones (-34.9%), que representan el 51.1% y 48.8% del mercado, respectivamente.



Fuente: elaboración propia con base a datos de BVES.

Actualmente, existen cinco operadores remotos registrados para operar en el SITREL por parte de El Salvador: Valores Banagrícola S.A. de C.V., Valores Cuscatlán, S.A. de C.V., Servicios Generales Bursátiles S.A. de C.V, Atlántida Securities, y Hencorp Valores, LTDA. Por su parte, los operadores remotos autorizados de Panamá son MMG Corporation, S.A., Valores Banistmo, Global Valores S.A, BG Valores S.A. y Multisecurities. A través de dichos intermediarios bursátiles, las empresas de ambos países pueden acceder directamente y operar en las plataformas de negociación de ambas bolsas.

En marzo de 2023, se anunció la incorporación de la Bolsa de Valores y la Central de Valores de Nicaragua al mercado regional. Con la nueva integración, la oferta bursátil del mercado regional estaría conformada por más de 345 emisores y, aproximadamente USD54.0 mil millones de valores en circulación.

En consecuencia, se podría disponer de mercados más líquidos, en virtud de la amplitud del volumen en transacciones que estas tres plazas representarían (USD11,000 millones aproximadamente). En opinión de SCR El Salvador, se esperaría un incremento en el número de participantes del mercado de valores para los próximos años, impulsado por el desarrollo continuo del Mercado Regional de Deuda (MRD).

### 3. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

#### 3.1 Reseña histórica

La Central de Depósitos de Valores de El Salvador (CEDEVAL) se constituyó el 11 de enero de 1994, como una sociedad anónima de capital variable por un plazo indefinido; inició operaciones en noviembre de 1998, y representó un elemento clave en el mercado bursátil salvadoreño, al brindar servicios de custodia, administración, compensación y liquidación de valores mediante las mejores prácticas internacionales.

En 1999 entabló la negociación de valores emitidos internacionalmente a través de convenios con reconocidos custodios globales. Asimismo, como parte de la estrategia de apertura al mercado global, desde el año 2000, CEDEVAL es miembro fundador de la Asociación de Depósitos Centrales de Valores de América (ACSDA), lo que permitió compartir mejores prácticas a nivel mundial que se pueden aplicar en la región.

En el año 2002, CEDEVAL implementó la desmaterialización de valores (transformación de valores físicos a anotaciones electrónicas), lo cual generó mayor agilidad y seguridad a las negociaciones, y redujo el número de trámites y costos para los emisores al eliminar los riesgos del manejo físico de los valores.

Dentro del ámbito de la integración de mercados en Centroamérica, se llevó a cabo la primera transacción y liquidación remota entre El Salvador y Panamá en el año 2017, lo que marcó el comienzo de las operaciones transfronterizas en la región. Posteriormente, en marzo de 2023, se sumó Nicaragua, ampliando el abanico de inversiones disponibles.

#### 3.2 Perfil de la Entidad

CEDEVAL, es una sociedad anónima de capital variable que forma parte del mercado de valores salvadoreño, opera en

base a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, se especializa en la custodia, administración, compensación y liquidación de valores en depósito y es supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero de El Salvador.

En la actualidad, la Entidad mantiene convenios con reconocidos centros depositarios de la región como Latin Clear (Panamá), InterClear (Costa Rica), Caja de Valores (Guatemala), CENIVAL (Nicaragua) y BCR (El Salvador) que le permiten ofrecer servicios de subcustodia, administración y liquidación de operaciones internacionales a inversionistas salvadoreños. Asimismo, las relaciones estratégicas con centrales de depósitos de Latinoamérica permiten ampliar el conocimiento tecnológico y de negocios.

En julio de 2021, CITI fue nombrado por CEDEVAL como proveedor de servicios de custodia global, con la finalidad de agilizar los procesos, reducir los costos y facilitar el acceso a los inversionistas a títulos valores internacionales. En septiembre de 2022, la Bolsa de Valores de El Salvador y CEDEVAL lanzaron al mercado el primer programa de certificados de depósito negociables (CDN). Este producto puede ser emitido por bancos y permite una liquidez más inmediata a través de su negociación en el mercado secundario.

Por su parte, en junio de 2023, CEDEVAL recibió la certificación otorgada por el programa de Ciberseguridad de Sistemas Aplicativos, S.A. (SISAP), por su adhesión a las mejores prácticas de la industria para la mitigación de los riesgos cibernéticos. Además, realizaron la actualización del manual y políticas de ciberseguridad.

#### 3.3 Gobierno Corporativo

En el marco del cumplimiento de la normativa y como parte de la gestión de buenas prácticas internacionales, CEDEVAL aprobó el 10 de julio del 2012 las políticas de Gobierno Corporativo que fueron luego modificadas el 18 de marzo del 2014. En ellas se definen puntos de relevancia como: misión, visión y principios; gobierno y administración; junta general de accionistas; junta directiva; descripción de comités y manual para resolver conflictos de interés.

Las reuniones ordinarias de la Junta General de Accionistas se realizan en concordancia a la ley y pacto social; las juntas extraordinarias se efectúan por decisión de la Junta Directiva o por solicitud escrita de los accionistas que representen por lo menos el cinco por ciento del capital

social. Ante la Junta se exhiben puntos relevantes como la elección de directores propietarios y suplentes, elecciones de auditores, acordar el reparto de utilidades, constitución de reservas, etc.

Las modificaciones al pacto social, disminución del capital mínimo de disolución y liquidación de la sociedad corresponde a la Junta General Extraordinaria. De igual forma, entre los deberes y derechos para esta junta se considera la participación en la toma de decisiones, recepción de dividendos, ejercicio de derecho de retiro y realización de propuestas y recomendaciones relacionadas a Gobierno Corporativo.

La Junta Directiva se encarga de la dirección estratégica de la institución, el buen manejo de Gobierno Corporativo y la supervisión y control de la gestión delegada a la alta gerencia. Adicionalmente, regula la política de gestión de riesgos; conducta; políticas y manuales que permitan que la estructura organizacional tenga un buen funcionamiento y control. Para garantizar una mejor supervisión y control, la Junta Directiva ha establecido comités de auditoría, riesgos, conductas y prevención de lavado de dinero y activos. La composición de la Junta Directiva es la siguiente:

Junta Directiva	
Presidente	Francis Eduardo Girón
Vicepresidente	Enrique Oñate Muyschondt
Secretario	Julio Enrique Vega Álvarez
Tesorero	Francisco José Barrientos Barrientos
Director Propietario	Joaquín Alfredo Rivas Boschma
Director Suplente	Sandra Patricia Pacheco Barrientos
Director Suplente	Rolando Arturo Duarte Schlageter
Director Suplente	Ramón Arturo Álvarez Lopez
Director Suplente	Carlos Antonio Turcios Melgar
Director Suplente	Claudia María López Novoa

Fuente: CEDEVAL

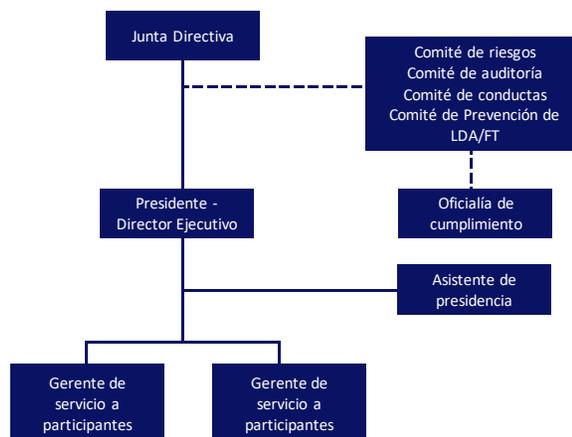
### 3.4 Estructura Organizativa

La estructura organizativa se ha diseñado con el fin de fortalecer la gestión operativa. La Entidad comparte con la Bolsa de Valores las siguientes gerencias: Proyectos, Auditoría, Tecnología, Riesgos, Contabilidad y Mercadeo. La presidencia de CEDEVAL participa en las decisiones estratégicas con la Junta Directiva y demás gerencias.

La dirección ejecutiva es la encargada de coordinar y generar transparencia y efectividad en las operaciones de todas las áreas funcionales. Lo anterior con el objetivo de cumplir con las metas estratégicas de la Entidad. Las áreas bajo su cargo son: operaciones y servicios a participantes. El Oficial de Cumplimiento y encargado de riesgos vela por el cumplimiento del manual de políticas y de gestión integral de riesgos, verifica el cumplimiento de calidad de ejecución de procesos de negocio y los procedimientos operativos de la organización.

El área de operaciones es la encargada de liquidación en bolsa, custodia física y desmaterializada de valores, canje de acciones y atención de consultas realizadas en el Sistema de Custodia y Administración de Valores (SECAV). La función de la gerencia de servicio a participantes se enfoca en el ejercicio de derechos patrimoniales, de registro electrónico de depósitos de emisiones, de cuentas de valores y de administración de accionistas.

### Estructura Organizacional



Fuente: CEDEVAL

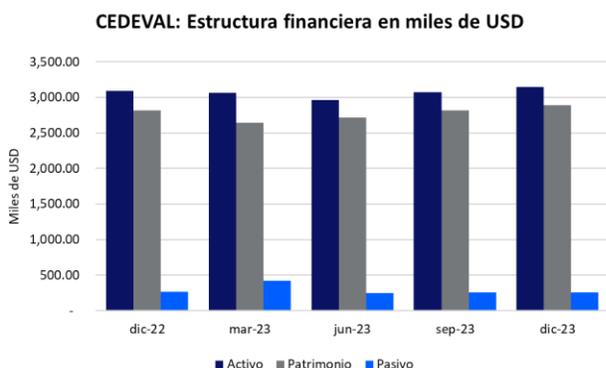
## 4. ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

Los estados financieros considerados en este reporte son presentados de conformidad al Manual y Catálogo de contabilidad para Sociedades Especializadas en Depósito y Custodia de Valores, así mismo fueron registrados ante el regulador local y auditados por una firma de auditores independientes, la cual otorgó una opinión limpia.

CEDEVAL no ha enfrentado riesgos significativos relacionados al tipo de cambio, debido a que su balance esta expresado en dólares estadounidenses y no se han percibido transacciones en Bitcoin.

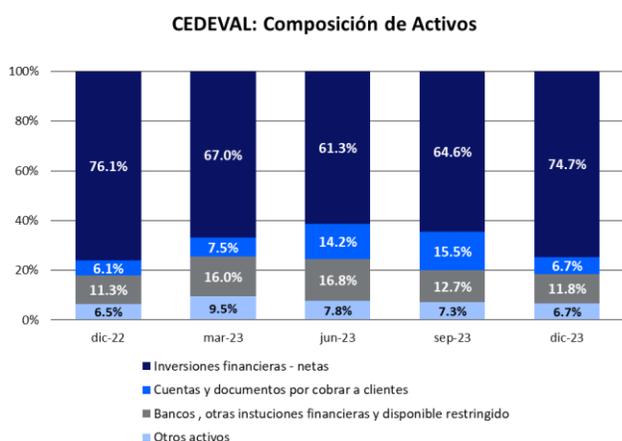
## 4.1 Estructura financiera

La estructura financiera muestra estabilidad y solidez. A diciembre de 2023, CEDEVAL reportó un conjunto de activos por USD3,143.9 miles, luego de un aumento del 1.8%. Dentro de estos activos, las inversiones financieras es la partida más predominante, totalizando USD2,349.1 miles, distribuidas de la siguiente manera: un 69.6% en renta fija, un 26.0% en fondos de titularización, un 4.2% en fondos colectivos, y el remanente en renta variable.



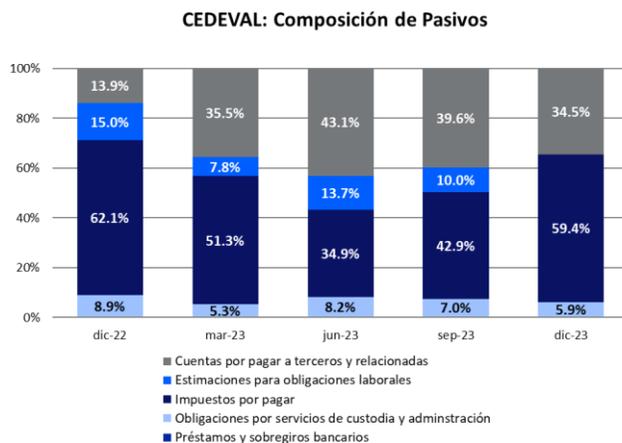
Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

Los activos de corto plazo alcanzaron un valor de USD3,065.6 miles, constituyendo el 97.5% del total del balance, en contraste, el activo no corriente presentó un saldo de USD78.3 miles, representando un 2.5%. Dentro de los activos, las inversiones financieras conforman la mayoría con un 74.7% del valor total, seguido de bancos, otras instituciones financieras y disponible restringido (11.8% en conjunto). El remanente se compone de las cuentas por cobrar y otros activos.



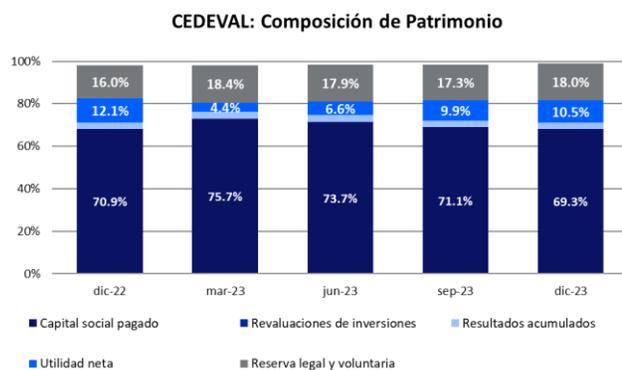
Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

Las obligaciones totales sumaron USD258.7 miles, evidenciando una variación negativa del 4.0%. La disminución de la estructura del pasivo se atribuye a la reducción de impuestos por pagar, obligaciones por servicios de custodia y administración, efecto que es parcialmente contrarrestado por el incremento en las cuentas por pagar a terceros y relacionadas.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

La estructura del fondeo refleja un perfil conservador, caracterizado por una baja deuda financiera. La principal obligación del pasivo corresponde a los impuestos pendientes (59.4%), mientras que el resto está compuesto por responsabilidades relacionadas con servicios de custodia, cuentas pendientes por pagar y sobregiros bancarios. La solidez financiera de la Entidad es favorecida por una baja acumulación de préstamos con instituciones financieras, únicamente mantiene líneas rotativas utilizadas para fines operativos.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

La Entidad dispone de una posición patrimonial sólida que asciende a USD2,885.2 miles y creció 2.3% de forma anual, favorecido por el incremento de las reservas voluntarias, reserva de capital y resultados acumulados. Con respecto a la composición del patrimonio, el 69.3% corresponde a capital social pagado, 18.0% a reserva legal y voluntaria, 10.5% a utilidad neta y 3.1% a resultados acumulados.

## 4.2 Liquidez y apalancamiento

La Organización mantiene niveles de liquidez adecuados producto de la generación continua de ingresos operativos, factor que le permite mantener niveles bajos de deuda financiera para sus necesidades de capital de trabajo. En este contexto, el 86.6% de sus activos totales consisten principalmente en depósitos en bancos e inversiones financieras en títulos de baja volatilidad y fácil liquidación, en su mayoría instrumentos de renta fija.

CEDEVAL: Indicadores de liquidez					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón circulante	13.2	7.7	13.3	12.8	11.8
Activos líquidos / Activo Total	87.4%	83.0%	78.0%	77.2%	86.6%
Proporción del capital de trabajo	92.4%	87.0%	92.5%	92.2%	91.6%

Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

Al cierre de 2023, CEDEVAL cuenta con una sólida posición de capital, que equivale al 91.6% de sus activos, y su relación de deuda se sitúa en un 8.2%. SCR El Salvador considera que la institución tiene la capacidad necesaria para generar capital interno, absorber pérdidas anticipadas y mantener su crecimiento de manera sostenible.

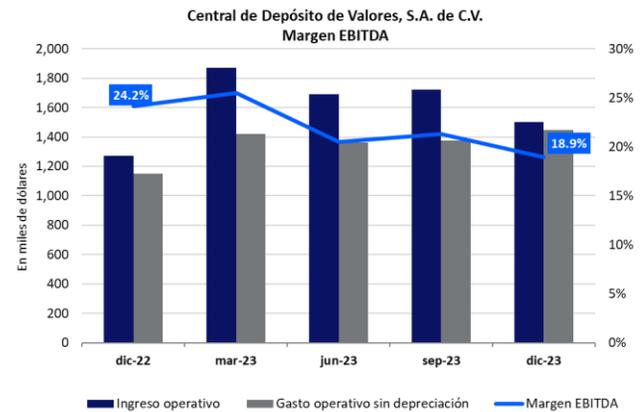
CEDEVAL: Indicadores de apalancamiento					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Razón de deuda	8.7%	13.8%	8.5%	8.4%	8.2%
Endeudamiento	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Cobertura de intereses	88.5	212.0	71.3	87.4	52.5
Apalancamiento	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
Gasto financiero/Pasivo con costo	16.4%	9.7%	22.3%	20.9%	38.0%

Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

## 4.3 EBITDA

Entre los servicios esenciales que constituyen el núcleo del negocio de CEDEVAL se incluyen: servicios de custodia, compensación, gestión, liquidación y transferencia de valores. Estos ingresos están directamente vinculados al volumen de transacciones en el mercado de capitales. A diciembre 2023, los ingresos generados por los servicios de depósito, custodia y administración para no emisores totalizaron USD1503.0 miles, experimentando un aumento de 18.3% y representando el 84.2% del flujo total de ingresos operativos.

Los ingresos derivados de los servicios de depósito, custodia y administración para emisores experimentaron un incremento del 54.5%. Los flujos generados por la custodia de instrumentos y documentos aumentaron un 4.2%. No obstante, los gastos generales y de personal reportaron un incremento significativo del 28.9%, resultando en la disminución del margen EBITDA, el cual paso de 24.2% a 18.9%.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL.

En opinión de SCR El Salvador, CEDEVAL está expuesto al riesgo de variaciones en sus niveles de custodia si el volumen de transacciones en el mercado bursátil disminuye, sobre todo durante períodos económicos adversos. Sin embargo, a la fecha del análisis, la Entidad no ha percibido impactos adversos de importancia debido a los ciclos económicos.

## 4.4 Ingresos operativos

El dinamismo de los ingresos está determinado por un crecimiento generalizado del saldo de valores y documentos depositados en CEDEVAL, el cual fue de USD13,643.0 millones al cierre de diciembre de 2023, un 19.2% superior al cierre del año anterior. La custodia de valores locales aumentó en el orden de 27.7%, debido al incremento de las colocaciones del sector privado y valores de titularización.

Volumen transado por tipo de servicio (Millones de USD)			
Tipo de servicio	2022	2023	Variación %
Custodia Local	7,530	9,617	27.7%
Custodia internacional	993	1,039	4.6%
Documentos	2,919	2,987	2.3%
<b>Total</b>	<b>11,442</b>	<b>13,643</b>	<b>19.2%</b>

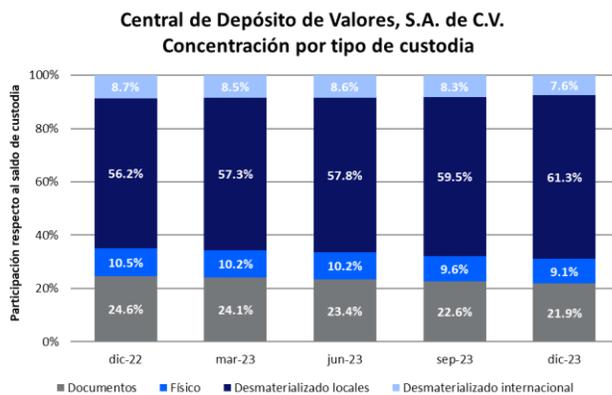
Fuente: CEDEVAL

Por su parte, la custodia internacional registró un alza de 4.6% explicado por una mayor depósito de bonos soberanos y corporativos, entre los que destaca el Instituto Costarricense de electricidad, Refinería Costarricense de Petróleo e Inversiones Atlántida S.A. Por su parte, la custodia de documentos aumentó en 2.3%, lo cual obedece al incremento en las emisiones de titularización cuyos documentos relacionados deben depositarse en CEDEVAL.

Custodia por sector de tenencia a diciembre 2023 (en millones de dólares)				
Tenedores	Valores locales	Valores internacionales	Total	%
Bancos y financieras	7,918	218	8,136	59.6%
AFP's	2,797	318	3,115	22.8%
Sector Público	849	40	889	6.5%
Sector Privado	656	226	882	6.5%
Persona natural	339	115	454	3.3%
Otros	45	122	167	1.2%
<b>Total valores</b>	<b>12,604</b>	<b>1,039</b>	<b>13,643</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: CEDEVAL

A diciembre de 2023, los volúmenes depositados en CEDEVAL continúan concentrados en instituciones financieras y administradoras de fondos de pensiones (AFP's) que representan el 59.6% y 22.8%, respectivamente. Los ingresos del custodio dependen en gran medida de estos sectores, por consiguiente, cualquier cambio legal o de mercado vinculado a los antes mencionados puede provocar sensibilidad en los ingresos.



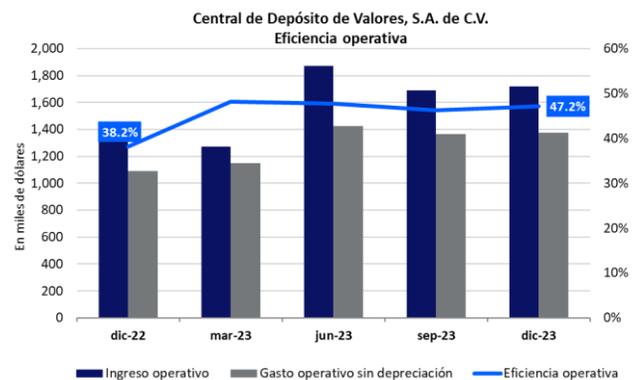
Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

La desmaterialización de los títulos depositados en CEDEVAL, permite aumentar la agilidad y eficiencia en el traslado de valores. En ese sentido, la mayor parte de los saldos de custodia se concentra en títulos desmaterializados locales (61.3%), los desmaterializados internacionales representan 7.6%, el resguardo de documentos relacionados con emisiones inscritas en bolsa representa el 21.9%, mientras que la guarda y administración de valores físicos es de 9.1%.

La desmaterialización de valores internacionales es realizada por el custodio global Citi, quien firmó alianzas con CEDEVAL a partir de julio de 2021 con el propósito de facilitar el acceso de los inversionistas a los mercados de capital internacional.

#### 4.5 Eficiencia operativa

Los gastos operativos excluyendo la depreciación ascendieron a USD 1,448.0 miles, reflejando un incremento de 26.0% en comparación con diciembre de 2022. Este comportamiento se atribuye principalmente al incremento de los gastos administrativos y de personal, producto del pago de indemnizaciones por la salida de dos funcionarios, además, representaron el 83.9% del total de egresos operativos. Mientras tanto, los gastos relacionados a los servicios de custodia y depósito representaron el 14.5%.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

Durante el período de análisis, se observa un deterioro del indicador de eficiencia operativa, que aumentó de 38.2% a 47.2% entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023. Asimismo, la cobertura del beneficio operativo contra los gastos administrativos también muestra un descenso, desplazándose de 37.0% a 25.5% en el mismo intervalo temporal.

CEDEVAL: Indicadores de eficiencia operativa					
	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23
Rotación activo circulante	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Rotación de gastos administrativos	3.2	2.4	2.5	2.6	2.5
Utilidad operativa/ Gastos Administrativos	37.0%	38.0%	28.2%	29.8%	25.5%
Eficiencia operativa	38.2%	48.3%	47.8%	46.3%	47.2%

Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

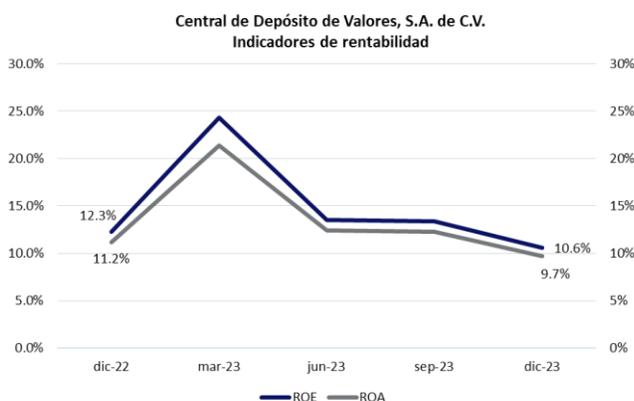
En línea con la cultura digital, la organización se concentra en mejorar sus operaciones mediante la inversión en sistemas informáticos vanguardistas y una gestión rigurosa

de los gastos. Además, cuenta con una estructura compartida con la Bolsa de Valores de El Salvador, en áreas como tecnología, contabilidad, legal y gestión de riesgos para garantizar una mayor eficiencia.

#### 4.6 Rentabilidad

Al cierre de 2023, CEDEVAL registró una disminución en la utilidad neta de 10.9% respecto a diciembre de 2022. El aumento de los gastos operativos fue más que proporcional al incremento de los ingresos del negocio, los primeros presentaron una variación de 26.7%, mientras que los segundos reportaron un crecimiento de 17.9%. Por su parte, los ingresos derivados del portafolio de inversiones presentaron un aumento de 0.6%. En línea con lo anterior, el ROA y ROE exhibieron ligeros decrementos interanuales y se ubicaron en 9.7% y 10.6% respectivamente.

El cambio estratégico del custodio internacional realizado en septiembre de 2021 de EUROCLEAR a CITIBANK, le permitió a la depositaria reducir significativamente los costos por las operaciones internacionales, brindando la oportunidad de mejorar en eficiencia operativa y rentabilidad.



Fuente: Estados financieros de CEDEVAL

### 5. AVANCE DE PRINCIPALES PROYECTOS ESTRATÉGICOS

**Tecnología:** la compañía continúa fortaleciendo sus sistemas internos, así como el nuevo módulo de derechos patrimoniales. Por su parte, renovó su certificación en ciberseguridad, otorgado por la empresa Sistemas Aplicativos S.A (SISAP).

**Normativa y procesos:** la Entidad realizó actualizaciones a sus contratos con participantes. Además, se encuentra

desarrollando un aplicativo para la gestión del riesgo del lavado de dinero y financiamiento del terrorismo.

**Alianzas:** en marzo de 2023 se firmó el convenio de incorporación del mercado de valores de Nicaragua al mercado integrado de El Salvador-Panamá.

*SCRiesgo da desde 2016 clasificación de riesgo a este emisor. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.*

*“SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis”.*

*“La clasificación expresa una opinión independiente sobre la capacidad de la entidad clasificada de administrar riesgo.”*

## ANEXOS

### CENTRAL DE DEPÓSITOS (CEDEVAL) S.A. DE C.V

Balance General (MILES DE USD DOLARES)	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23	%	Variación		
							Absoluta	Relativa	
<b>Activo total</b>	<b>3,089.4</b>	<b>3,064.5</b>	<b>2,963.6</b>	<b>3,071.4</b>	<b>3,143.9</b>	<b>100.0%</b>	<b>54.5</b>	<b>1.8%</b>	
<b>Activo corriente</b>	<b>3,028.4</b>	<b>2,992.7</b>	<b>2,886.0</b>	<b>2,999.7</b>	<b>3,065.6</b>	<b>97.5%</b>	<b>37.3</b>	<b>1.2%</b>	
Bancos y otras instituciones financieras	201.6	370.3	425.3	313.7	284.0	9.0%	82.3	40.8%	
Disponible restringido	148.8	119.0	72.2	75.7	88.4	2.8%	(60.5)	-40.6%	
Inversiones financieras - netas	2,351.1	2,052.8	1,815.6	1,983.0	2,349.1	74.7%	(2.0)	-0.1%	
Cuentas y documentos por cobrar a clientes	187.1	230.9	419.6	475.7	211.3	6.7%	24.2	12.9%	
Cuentas por cobrar relacionadas	0.7	0.9	0.9	1.2	1.1	0.0%	0.4	56.2%	
Rendimientos por cobrar	28.5	32.7	22.9	31.3	33.8	1.1%	5.3	18.5%	
Impuestos por cobrar	36.0	47.8	20.7	32.7	40.6	1.3%	4.6	12.8%	
Gastos pagados por anticipado	74.5	138.4	108.8	86.3	57.5	1.8%	(17.0)	-22.8%	
<b>Activo no corriente</b>	<b>61.1</b>	<b>71.8</b>	<b>77.6</b>	<b>71.6</b>	<b>78.3</b>	<b>2.5%</b>	<b>17.2</b>	<b>28.2%</b>	
Muebles e inmuebles	43.9	44.8	41.3	37.9	34.6	1.1%	(9.4)	-21.3%	
Cuentas y documentos por cobrar a largo plazo	-	-	-	-	-	0.0%	-	0.0%	
Activos intangibles - netos	17.1	27.0	36.3	33.8	43.7	1.4%	26.6	155.2%	
<b>Pasivo total</b>	<b>269.6</b>	<b>422.8</b>	<b>251.6</b>	<b>259.3</b>	<b>258.7</b>	<b>8.2%</b>	<b>(10.9)</b>	<b>-4.0%</b>	
<b>Pasivo corriente</b>	<b>229.1</b>	<b>390.1</b>	<b>217.6</b>	<b>233.7</b>	<b>258.7</b>	<b>8.2%</b>	<b>29.6</b>	<b>12.9%</b>	
Préstamos y sobregiros bancarios	0.4	0.4	0.4	1.0	0.4	0.0%	-	0.0%	
Obligaciones por servicios de custodia y administración	24.0	22.1	20.3	18.1	15.3	0.5%	(8.6)	-36.0%	
Cuentas por pagar	10.7	121.2	82.4	77.0	64.5	2.1%	53.9	505.6%	
Cuentas por pagar relacionadas	26.7	27.8	24.7	24.7	24.7	0.8%	(2.1)	-7.7%	
Impuestos por pagar	167.3	215.6	86.8	110.0	153.7	4.9%	(13.6)	-8.1%	
Dividendos por pagar	-	2.9	2.9	2.9	-	0.0%	0	0	
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>40.4</b>	<b>32.8</b>	<b>34.1</b>	<b>25.6</b>	<b>-</b>	<b>0.0%</b>	<b>(40.4)</b>	<b>-100.0%</b>	
Estimaciones para obligaciones laborales	40.4	32.8	34.1	25.6	-	0.0%	(40.4)	-100.0%	
<b>Patrimonio</b>	<b>2,819.8</b>	<b>2,641.7</b>	<b>2,712.0</b>	<b>2,812.1</b>	<b>2,885.2</b>	<b>91.8%</b>	<b>65.4</b>	<b>2.3%</b>	
Capital social pagado	2,000.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	63.6%	-	0.0%	
Reserva legal	331.4	331.4	331.4	331.4	363.6	11.6%	32.2	9.7%	
Reserva voluntaria de liquidez	121.2	155.2	155.2	155.2	155.2	4.9%	34.0	28.1%	
Revaluaciones de inversiones	-	57.2	-	45.3	-	44.1	-	26.8	-0.9%
Resultados acumulados	84.0	90.4	90.4	90.4	90.4	2.9%	6.4	7.7%	
Utilidad neta	340.5	115.6	180.3	279.1	302.8	9.6%	(37.7)	-11.1%	
<b>Pasivo más patrimonio</b>	<b>3,089.4</b>	<b>3,064.5</b>	<b>2,963.6</b>	<b>3,071.4</b>	<b>3,143.9</b>	<b>100.0%</b>	<b>54.5</b>	<b>1.8%</b>	

Información proporcionada por CEDEVAL

**CENTRAL DE DEPÓSITOS (CEDEVAL) S.A. DE C.V**

Estado de Resultados (MILES DE USD DOLARES)	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23	dic-23	%	Variación	
							Absoluta	Relativa
<b>Ingresos de operación</b>	<b>1,515.0</b>	<b>477.2</b>	<b>857.2</b>	<b>1,313.5</b>	<b>1,786.0</b>	<b>100.0%</b>	<b>271.0</b>	<b>17.9%</b>
Ingresos por servicios de depósitos, custodia y administración a no emisores	1,270.0	467.8	844.2	1,293.6	1,503.0	84.2%	233.0	18.3%
Ingresos por servicios de depósitos, custodia y administración a emisores	55.0	4.9	8.5	13.8	85.0	4.8%	30.0	54.5%
Ingresos por servicios por desmaterialización y administración de acciones	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
Ingresos por servicios de custodia de instrumentos y documentos	190.0	4.5	4.5	6.0	198.0	11.1%	8.0	4.2%
Ingresos diversos	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
<b>Gastos de operación</b>	<b>1,161.0</b>	<b>360.8</b>	<b>692.6</b>	<b>1,050.9</b>	<b>1,471.0</b>	<b>82.4%</b>	<b>310.0</b>	<b>26.7%</b>
Gastos de operación por servicios de custodia y depósito	192.0	49.3	98.8	152.3	214.0	12.0%	22.0	11.5%
Gastos generales y de personal	957.0	306.4	582.7	881.5	1,234.0	69.1%	277.0	28.9%
Gastos por depreciación, amortización y deterioro por operaciones corrientes	12.0	5.1	11.1	17.1	23.0	1.3%	11.0	91.7%
<b>Utilidad operativa</b>	<b>354.0</b>	<b>116.4</b>	<b>164.6</b>	<b>262.6</b>	<b>315.0</b>	<b>17.6%</b>	<b>-39.0</b>	<b>-11.0%</b>
<b>Ingresos financieros</b>	<b>156.0</b>	<b>42.1</b>	<b>78.3</b>	<b>114.8</b>	<b>157.0</b>	<b>8.8%</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6%</b>
Ingresos por inversiones financieras						0.0%	0.0	0.0%
Ingresos por cuentas y documentos por cobrar						0.0%	0.0	0.0%
Otros ingresos financieros						0.0%	0.0	0.0%
<b>Utilidad antes de gastos financieros</b>	<b>510.0</b>	<b>158.5</b>	<b>242.9</b>	<b>377.4</b>	<b>472.0</b>	<b>26.4%</b>	<b>-38.0</b>	<b>-7.5%</b>
<b>Gastos financieros</b>	<b>4.0</b>	<b>0.5</b>	<b>2.3</b>	<b>3.0</b>	<b>6.0</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.0</b>	<b>50.0%</b>
Gastos de operación por inversiones propias	2.0	0.3	1.5	1.9	3.0	0.2%	1.0	50.0%
Gastos por obligaciones con instituciones financieras	2.0	0.2	0.8	1.1	3.0	0.2%	1.0	50.0%
Provisión para incobrabilidad y desvalorización de inversiones	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
<b>Utilidad antes de reservas e impuestos</b>	<b>506.0</b>	<b>158.0</b>	<b>240.6</b>	<b>374.4</b>	<b>466.0</b>	<b>26.1%</b>	<b>-40.0</b>	<b>-7.9%</b>
Reserva legal	35.0	-	-	-	32.0	1.8%	-3.0	-8.6%
<b>Resultados ordinarios después de reservas y antes de impuestos</b>	<b>471.0</b>	<b>158.0</b>	<b>240.6</b>	<b>374.4</b>	<b>434.0</b>	<b>24.3%</b>	<b>-37.0</b>	<b>-7.9%</b>
Impuesto sobre la renta	134.0	-	62.3	97.5	121.0	6.8%	-13.0	-9.7%
Impuesto sobre la renta diferido	-	2.0	-	-	12.0	0.7%	14.0	-700.0%
<b>Resultados ordinarios después de impuestos</b>	<b>339.0</b>	<b>158.0</b>	<b>178.2</b>	<b>276.9</b>	<b>301.0</b>	<b>16.9%</b>	<b>-38.0</b>	<b>-11.2%</b>
Ingresos extraordinarios	1.0	2.0	2.0	2.2	2.0	0.1%	1.0	102.7%
Gastos extraordinarios	-	-	-	-	-	0.0%	0.0	0.0%
<b>Utilidad neta</b>	<b>340.0</b>	<b>160.0</b>	<b>180.3</b>	<b>279.1</b>	<b>303.0</b>	<b>17.0%</b>	<b>-37.0</b>	<b>-10.9%</b>

Información proporcionada por CEDEVAL

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SÍMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations - Corporate Governance - Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa - Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.