



FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 6 de octubre de 2021

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito	AA+fi.sv	AA+fi.sv	Fondos calificados AAfi muestran una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito.
Riesgo de Mercado y Liquidez	Rm 2+.sv	Rm 2+.sv	La calificación de Rm 2+ Indica una sensibilidad del portafolio de inversión ante fluctuaciones en las condiciones de mercado entre baja y moderada. No obstante, los fondos clasificados en esta categoría tienen mayor exposición a variaciones en el mercado frente a fondos clasificados en categorías mayores.
Riesgo Administrativo y Operacional	Adm 1.sv	Adm 1.sv	Es la más alta categoría de clasificación. El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Perspectiva	Estable	Estable	

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

----- MM US\$ al 30.06.21 -----			
Retorno: 7.8%	Activos: 6.4	Patrimonio: 6.4	
Volatilidad: 2.8%	Ingresos: 0.7	U. Neta: 0.2	

Historia: Fondo AA+fi / Rm 2+ / Adm 1, asignada el 29.10.19.

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del Fondo APV al 31 de diciembre de 2020; estados financieros no auditados al 30 de junio de 2021; así como información adicional proporcionada por la Administradora.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo decidió mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer Balanceado (en adelante el Fondo o Fondo APV), administrado por Administradora de Fondos de Pensiones Crecer, S.A. (en adelante AFP Crecer): AA+fi.sv a la dimensión de riesgo de crédito, Rm 2+.sv a la dimensión de riesgo de mercado y liquidez y Adm 1.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2021.

El entorno económico ha sido considerado de igual manera por el Comité de Clasificación. La perspectiva de la calificación es Estable.

Perfil y antecedentes del Fondo: El 1 de julio de 2021, el Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer Balanceado completó su primer año de operaciones. El objetivo del Fondo es gestionar activamente un portafolio con perfil de riesgo moderado para el cumplimiento de metas a mediano plazo. Para esto, el Fondo cuenta con exposición a distintos instrumentos de renta fija y renta variable, a nivel internacional y local. Este fondo está dirigido a participantes con horizonte de inversión mayor a tres años, que busquen un balance entre rentabilidad y riesgo.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.

Alta Calidad Crediticia: Los títulos que conforman el portafolio del Fondo cuentan con calificaciones en escala

local e internacional; las cuales, a efectos del presente análisis, han sido convertidas a escala local, utilizando parámetros de la metodología de Zumma Ratings. En los meses de enero a junio de 2021, la estructura del portafolio por categorías de riesgo reflejó una leve desviación hacia categorías de menor riesgo; haciendo notar que los depósitos e instrumentos con calificaciones AA- o superior participaron con un 77% del total de las inversiones (63% en el segundo semestre de 2020). De esta manera, la calificación promedio ponderada del portafolio de inversiones (excluyendo Gobierno) fue AA.sv durante el primer semestre de 2021. Cabe precisar que, las inversiones en títulos extranjeros son administradas por Gestores internacionales, calificados en el rango de las A o superior a escala internacional por agencias reconocidas.

Concentración por emisores con tendencia a la baja: El Fondo exhibió una concentración promedio del 46% en sus principales cinco emisores (2 bancos locales, un fondo mutuo, un ETF y el Ministerio de Hacienda); haciendo notar que dicha concentración disminuyó a 37% en junio 2021. Por calificación de riesgo, excluyendo la institución pública, los dos emisores locales cuentan con calificaciones de riesgo en el rango de las A-.sv o superior. Mientras, las dos mayores exposiciones en el extranjero están integradas principalmente por subyacentes que presentan una alta calidad crediticia. Zumma Ratings prevé que el nivel de concentración se diluirá en el tiempo, acorde con el

crecimiento del APV.

Modesta exposición con el soberano de El Salvador: Si bien el límite máximo del Fondo para invertir en instrumentos respaldados por el sector público de El Salvador (Estado e instituciones autónomas) es del 50% del valor del patrimonio, el Fondo reflejó un promedio de exposición modesta en estos títulos durante su segundo semestre de operaciones (12%), aunque mayor al promedio julio-diciembre 2020 (7%). Cabe precisar que AFP Crecer espera mantener sus posiciones en instrumentos públicos, en virtud del comportamiento en las tasas de retorno que estos reflejan. Con el crecimiento del Fondo APV, la expectativa es que la participación en títulos del Estado sobre el total de inversiones de reduzca gradualmente.

Fundamentos para la calificación de riesgo de mercado y liquidez.

Exposición del portafolio a los cambios de precios en los mercados globales: El Ratio Sharpe (promedio de rentabilidad de la cartera sobre la desviación estándar de los retornos) se ubicó en 2.8, en línea con la naturaleza del Fondo y los instrumentos que lo componen, exhibiendo mayor volatilidad que otros fondos en el mercado local. En el promedio del primer semestre de 2021, el Fondo reflejó una rentabilidad diaria anualizada de 7.8%; mientras que la desviación estándar de sus retornos fue de 2.8%. Un aspecto que se considera en el análisis es la mayor exposición al riesgo de mercado que exhibe el Fondo con respecto a otros fondos locales, a la luz de la naturaleza del mercado internacional de capitales.

Duración en sintonía con el perfil del Fondo: En el periodo entre enero y junio de 2021, la duración promedio del Fondo fue de 1.99 años (2.03 años en su primer semestre de operaciones), medición que incorpora la vigencia de títulos de renta fija local, así como el vencimiento ponderado de los títulos que componen los ETF's y Fondos Mutuos. Por plazos de vencimiento, la ventana de 1-2 años concentró, en promedio, el 16% del total de inversiones, mientras que la ventana menor a 30 días el 13%. Por su parte, los títulos extranjeros (47%) mantienen una duración que se ubica en el largo plazo (2-5 años), y es calculada por las Gestoras internacionales que administran dichos instrumentos. En el segundo semestre del año en curso, la duración del Fondo podría aumentar, en sintonía con la estrategia de AFP Crecer de canalizar recursos de productos bancarios hacia títulos de renta fija local, sujeto a las condiciones de mercado.

Ausencia de inversionistas institucionales favorece la diversificación por partícipes: Al cierre del primer semestre de 2021, el principal inversionista participó con un 3.6% del patrimonio del Fondo y los 15 mayores con un 23.3% (13.7% y 55.6%, respectivamente, en el promedio de julio-diciembre 2020); valorándose como fortaleza la dispersión en su base de inversionistas (integrada por personas naturales).

Niveles de liquidez adecuados para enfrentar escenarios adversos de solicitud de retiros: El colchón de liquidez promedio del Fondo fue de 13% en el primer se-

mestre de 2021; nivel superior al promedio de rescates en dicho período (5.6%). Adicionalmente, las inversiones extranjeras se consideran de alta realización, debido a la elevada transaccionalidad que refleja el mercado de capitales internacional; haciendo notar que dicha operación expondría a dichos instrumentos a potenciales pérdidas, en caso estos quieran liquidarse. De incorporar en la medición los títulos internacionales, el colchón de liquidez incrementaría a 60%.

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Acompañamiento de principal accionista con robusta experiencia en la administración de fondos de pensiones: AFP Crecer es subsidiaria en un 99.99% de Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Protección, S.A. (Protección), exhibiendo casi tres décadas de trayectoria en el sistema de pensiones colombiano. Protección pertenece en un 49.36% a SURA Asset Management, S.A., holding que agrupa todas las compañías administradoras de activos para terceros de Grupo Sura; reflejando operaciones en 6 países en la región y totaliza aproximadamente US\$140.0 billones en activos bajo administración. A juicio de Zumma Ratings, AFP Crecer exhibe una alta integración con Protección, en términos de operación y de tecnología; potenciando la capacidad de AFP Crecer para la administración de recursos de terceros.

Fuerte ambiente de control y gobernanza para la administración de activos: El esquema de gobierno corporativo de AFP Crecer se nutre de la participación activa de Protección en la operación de su subsidiaria. Lo anterior, se evidencia en la cantidad de funcionarios de la matriz que tienen un rol relevante en los órganos de AFP Crecer como Junta Directiva y en los comités de apoyo (inversión, riesgos, lavado de activos, auditoría, entre otros). A criterio de Zumma Ratings, la administración de la compañía es efectiva en la gestión diligente de fondos previsionales; la independencia y segregación de funciones entre áreas importantes favorece el ambiente robusto de control para la asignación de activos.

En otro aspecto, las sinergias entre AFP Crecer y su matriz permiten la transferencia de conocimientos y prácticas que mitigan el riesgo operativo y coadyuva en la medición de riesgos financieros y no financieros. Cabe mencionar que los principales softwares de la compañía son MIDAS y AFP Core; valorándose como herramientas sólidas.

Ley Bitcoin: Dicha ley entró en vigencia el 7 de septiembre de 2021, AFP Crecer no estima impactos relevantes en su operación por la adopción de bitcoins (BTC) como moneda de curso legal. En caso un inversionista desee realizar un aporte voluntario, los administradores solicitaran a sus bancos colectores se convierta de bitcoin a dólar al tipo de cambio establecido. Adicionalmente, AFP Crecer no tiene contemplado mantener una posición de BTC en sus portafolios.

Zumma Ratings dará monitoreo a los impactos potenciales que este criptoactivo podría tener en el perfil de riesgo de las entidades calificadas y en el entorno operativo general.

Fortalezas

1. Calidad crediticia del portafolio de inversiones.
2. Concentración por emisor y participes apropiada, con tendencia de disminución.
3. Soporte de principal accionista con robusta experiencia en la administración de fondos de pensión.
4. Fuerte ambiente de control y gobernanza.
5. Adecuados niveles de liquidez.

Debilidades

1. Mayor volatilidad respecto de otros fondos en el mercado.

Oportunidades

1. Incorporación de un mayor número de participes que los proyectados.

Amenazas

1. Retiro masivo de participes.
2. Escenarios de riesgo sistémico de liquidez.
3. Cambios significativos en los precios de los mercados globales.

ENTORNO ECONÓMICO

La economía salvadoreña registró una importante contracción anual del 7.9% en 2020, vinculada con el brote del COVID-19 y el largo período de confinamiento para prevenir contagios. Para 2021, el FMI proyecta que la actividad económica crecerá en 4.2% (BCR estima un 9.0%) en sintonía con la recuperación de los sectores productivos y la dinámica en el comercio global; sin embargo, el volumen del PIB sería inferior a los niveles previos a la pandemia. Se estima que El Salvador se habrá recuperado de los efectos económicos adversos causados por el COVID-19 hasta el año 2022.

Algunas variables que impulsarán la expansión económica en 2021 son: la reapertura de todos los sectores productivos, el flujo acelerado de las remesas familiares, el favorable ritmo de vacunación para alcanzar la inmunidad de grupo y los bajos niveles de inflación en comparación con otros países de la región (por dolarización). No obstante, existen factores que generan incertidumbre en el entorno: las nuevas variantes del coronavirus, la expansión en el nivel de endeudamiento público, el aumento en los precios globales de las materias primas (petróleo, entre otros) y en los fletes de transporte; así como la situación de liquidez en las finanzas públicas.

Entre enero y julio de 2021, el volumen de exportaciones exhibe un crecimiento interanual del 44.5%, explicado principalmente por la mayor producción en los sectores de maquilas e industria manufacturera; valorando el contexto de recuperación económica mundial. Por otra parte, la factura petrolera de El Salvador refleja un aumento de 73.9% en los primeros seis meses de 2021; haciendo notar el alza relevante en el nivel de inflación (4.3% a agosto de 2021).

Las remesas familiares acumuladas totalizaron US\$4,284 millones a julio de 2021; reflejando una expansión interanual del 39.5% como soporte clave en la economía salvadoreña. En el corto plazo, se estima que el ritmo de las remesas se desacelerará, debido a que este flujo extraordinario se ha dado como apoyo ante la crisis sanitaria.

Los niveles de endeudamiento de El Salvador siguen siendo muy elevados y reflejan una tendencia creciente en los últimos 18 años. El ratio deuda/PIB se ubicó en 88.0% al cierre de 2020; pudiendo superar el 100% para 2021. ZUMMA Ratings considera que el gasto por servicio de la deuda será importante en el presente año y en 2022, principalmente por el vencimiento de LETES, CETES y Eurobonos; valorando el nivel de acceso a financiamiento externo e interno. En ese contexto, la agencia clasificadora de riesgo internacional Moody's disminuyó recientemente el rating del soberano a Caa1 desde B3; manteniendo la perspectiva en Negativa. Sin un acuerdo con el FMI para cubrir las necesidades de financiamiento, el panorama para colocar nueva deuda de corto y largo plazo se vuelve desafiante para El Salvador.

Como hecho relevante, se destaca la aprobación de la Ley Bitcoin en junio de 2021, misma que entró en vigencia el 7 de septiembre del presente año.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA (AFP CRECER)

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

Al 30 de junio de 2021, la compañía administra dos fondos de pensiones obligatorios de acuerdo a la Ley SAP, los activos en administración (AUM en inglés) totalizaban US\$6,438 millones. Con la reforma a la Ley SAP en septiembre de 2017, las administradoras de fondos de pensiones quedaron habilitadas para ofertar y gestionar fondos de ahorro previsional voluntarios (Fondos APV). Una vez el BCR aprobó las normas técnicas relacionadas con este producto, AFP Crecer desarrolló el Fondo APV Crecer Balanceado, el cual inició operaciones en julio 2020.

AFP Crecer es subsidiaria en un 99.99% de Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Protección, S.A., exhibiendo casi tres décadas de trayectoria en el sistema de pensiones colombiano. Protección pertenece en un 49.36% a SURA Asset Management, S.A., holding que agrupa todas las compañías administradoras de activos para terceros de Grupo Sura; reflejando operaciones en 6 países en la región y totaliza aproximadamente US\$140.0 billones en activos bajo administración.

Los estados financieros intermedios de AFP Crecer y el Fondo APV han sido preparados conforme a las normas contables emitidas por el Banco Central de Reserva que les son aplicables y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), prevaleciendo la normativa emitida por el BCR cuando haya conflicto con las NIIF. Al 30 de junio de 2021, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros intermedios de AFP Crecer y el Fondo APV.

CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO (30 DE JUNIO 2021)

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

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

Inicio de Operaciones: 1 de julio de 2020.

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

Activos del Fondo: US\$6.4 millones.

Moneda: US Dólar.

Número de partícipes: 944 partícipes.

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

Monto mínimo de retiro: US\$25.00

Plazo de permanencia mínima obligatoria: 30 días calendario.

Rentabilidad: 9.6% promedio mensual, anualizado.

Volatilidad: 3.28%.

Duración: 1.99 años.

ANÁLISIS DE RIESGO

El 1 de julio de 2021, el Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer Balanceado completó su primer año de operaciones; haciendo notar que el desempeño de su portafolio de inversiones no reflejó variaciones significativas respecto de las proyecciones elaboradas por sus administradores, cumpliendo con el perfil objetivo.

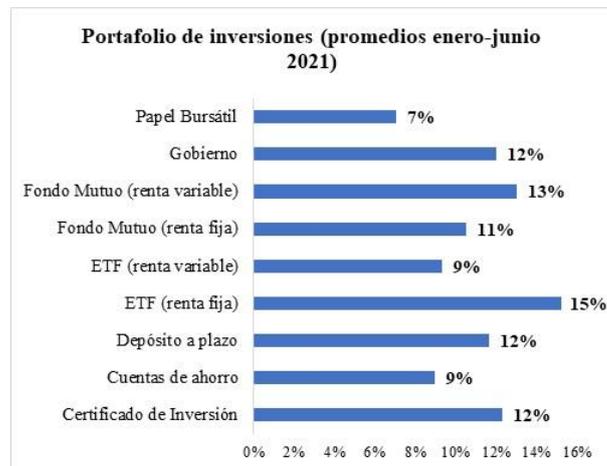
Riesgo de Crédito

A criterio de Zumma Ratings, el Fondo APV, administrado por AFP Crecer, exhibe una alta capacidad para mantener el valor de capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Dicha opinión se fundamenta en la calidad crediticia de los emisores que respaldan las inversiones del portafolio del Fondo, su diversificación y la modesta exposición a inversiones en títulos del Gobierno de El Salvador.

Los títulos que conforman el portafolio del Fondo cuentan con calificaciones en escala local e internacional; las cuales, a efectos del presente análisis, han sido convertidas a escala local, utilizando parámetros de la metodología de Zumma Ratings. En ese contexto, la estructura del portafolio por categorías de riesgo refleja una leve desviación hacia categorías de menor riesgo; haciendo notar que los depósitos e instrumentos con calificaciones AA- o superior participaron con un 77% del total de las inversiones (63% en el segundo semestre de 2020). De esta manera, la calificación promedio ponderada del portafolio de inversiones (excluyendo Gobierno) fue AA.sv durante el primer semestre de 2021. Cabe precisar que, las inversiones en títulos extranjeros son administradas por Gestores internacionales, calificados en el rango de las A o superior a escala internacional por agencias reconocidas.

En el promedio de enero a junio de 2021, la composición del portafolio por tipo de título denotó una participación promedio de 51.9% en efectivo e inversiones locales (cuentas de ahorro, depósitos a plazo y títulos de renta fija); mientras que las inversiones en el extranjero (participaciones en fondos mutuos y cotizados o “ETF’s” por sus siglas en inglés) reflejaron una participación conjunta de 48.1%. Cabe precisar que el portafolio local del Fondo se encuentra compuesto en un 54% por productos bancarios (cuentas de ahorro y depósitos), seguido de títulos del Estado (23%). Hacia el cierre de 2021, la Administradora espera mantener una exposición cercana al 50% en inver-

siones extranjeras; mientras que buscará diversificar los instrumentos locales hacia títulos de renta fija en función de la dinámica de tasas en el mercado salvadoreño.



Fuente: AFP Crecer; Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

La estructura del portafolio, de acuerdo con el reglamento del Fondo, podrá estar dividido de la siguiente forma: valores de renta fija hasta un 70% del total del activo, valores de renta variable entre el 10% y el 30% y caja, depósitos y valores líquidos un mínimo del 20%. La composición del portafolio de inversiones del APV al cierre del primer semestre de 2021 se ilustra en el gráfico: Portafolio de Inversiones.

Cabe mencionar que el vehículo utilizado por el Fondo para sus inversiones extranjeras son los fondos mutuos y fondos cotizados (o ETF's por sus siglas en inglés), estos últimos compuestos por subyacentes cuyos rendimientos replican el desempeño de un mercado específico y cuya transaccionalidad es similar al de las acciones en una bolsa de valores. En otro aspecto, la distribución geográfica del del portafolio a junio de 2021 es la siguiente: El Salvador (50.9%), Estados Unidos (28.2%), Mercados Emergentes (13.2%), Europa (5.9%) y Japón (1.7%).

Si bien el límite máximo del Fondo para invertir en instrumentos respaldados por el sector público de El Salvador (Estado e instituciones autónomas) es del 50% del valor del patrimonio, el Fondo reflejó un promedio de exposición modesta en estos títulos durante su segundo semestre de operaciones (12%), mayor al promedio julio-diciembre 2020 (7%). Cabe precisar que AFP Crecer espera mantener sus posiciones en instrumentos públicos, en virtud del comportamiento en las tasas de retorno que estos reflejan. Con el crecimiento del Fondo APV, la expectativa es que la participación en títulos del Estado sobre el total de inversiones de reduzca gradualmente.

En otro aspecto, el Fondo exhibió una concentración promedio del 46% en sus principales cinco emisores (2 bancos locales, un fondo mutuo, un ETF y el Ministerio de Hacienda); haciendo notar que, dicha concentración disminuyó a 37% a junio de 2021. Por calificación de riesgo, excluyendo la institución pública, los dos emisores locales cuentan con calificaciones de riesgo en el rango de las A.sv o superior. Mientras, las dos mayores exposiciones en

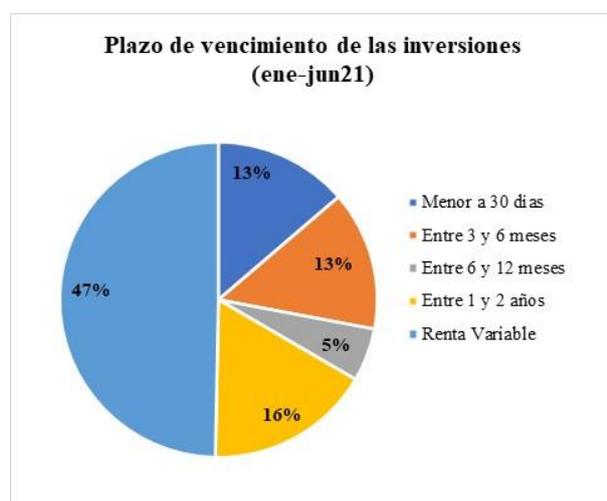
el extranjero están integradas principalmente por subyacentes que presentan una alta calidad crediticia. Zumma Ratings prevé que el nivel de concentración se diluirá en el tiempo, acorde con el crecimiento del APV.

Adicionalmente, el Fondo no realizó operaciones de reporte activas entre los meses de enero a junio de 2021.

Riesgo de Mercado y Liquidez

El análisis considera el desempeño del Fondo en su segundo semestre de operaciones; así como la estrategia de inversión de los Administradores, la cual puede ajustarse en función de las condiciones del mercado local y extranjero. Los adecuados niveles de liquidez del Fondo y los bajos niveles de concentración por participante, en virtud de su naturaleza, se ponderan como fortalezas. Por otra parte, se señala la exposición a riesgo de mercado proveniente de las inversiones en mercados globales, generando volatilidad en sus retornos.

En el periodo entre enero y junio de 2021, la duración promedio del Fondo fue de 1.99 años (2.03 años en el segundo semestre de 2020), medición que incorpora la vigencia de títulos de renta fija local, así como el vencimiento ponderado de los títulos que componen los ETF's y Fondos Mutuos. Por plazos de vencimiento, la ventana de 1-2 años concentró, en promedio, el 16% del total de inversiones, mientras que la ventana menor a 30 días (colchón de liquidez) el 13% (9% a diciembre 2020). Por su parte, los títulos extranjeros (47%) mantienen una duración que se ubica en el largo plazo (2-5 años), calculada por las Gestoras internacionales que administran dichos instrumentos. Adicionalmente, las inversiones extranjeras se consideran de alta realización, debido a la elevada transaccionalidad que refleja el mercado de capitales internacional. Cabe precisar que, en caso estos instrumentos quieran liquidarse, esa operación estaría expuesta a potenciales pérdidas de valor, debido a la volatilidad de estos títulos. De incorporar en la medición los títulos internacionales, el colchón de liquidez incrementaría a 60% (ver gráfico: Liquidez de Inversiones).



Fuente: AFP Crecer; Elaboración: Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

En el segundo semestre de 2021, la duración del Fondo podría aumentar, en sintonía con la estrategia de AFP Crecer de canalizar recursos de productos bancarios hacia títulos de renta fija local, sujeto a las condiciones de mercado.

Por su parte, el Ratio Sharpe (promedio de rentabilidad de la cartera sobre la desviación estándar de los retornos) se ubicó en 2.8, en línea con la naturaleza del Fondo y los instrumentos que lo componen, exhibiendo mayor volatilidad que otros fondos en el mercado local. En el promedio del primer semestre de 2021, el Fondo reflejó una rentabilidad diaria anualizada de 7.8%; mientras que la desviación estándar de sus retornos fue de 2.8%. Un aspecto que se considera en el análisis es la mayor exposición al riesgo de mercado que exhibe el Fondo con respecto a otros fondos locales, a la luz de la naturaleza del mercado internacional de capitales.

En otro aspecto, el APV no registra exposiciones al riesgo de tipo de cambio en virtud que todas sus operaciones son en dólares de los Estados Unidos, de acuerdo con su prospecto.

Los participantes del Fondo pueden realizar redenciones en el momento que lo deseen, con la salvedad que el plazo mínimo de permanencia es de 30 días hábiles, de lo contrario se aplica una comisión por retiro anticipado del 2% sobre el valor de la cantidad a retirar, de acuerdo con su reglamento. En ese contexto, el Fondo tiene hasta 3 días hábiles desde la solicitud de redención para realizar el pago del mismo, siempre y cuando las redenciones solicitadas no superen el 10% del patrimonio del Fondo, o la sumatoria de estas en los 15 días anteriores no superen el 25% del valor del patrimonio, en cuyos casos este tendrá hasta 10 días hábiles para honrar las solicitudes; mitigando potenciales presiones de liquidez por retiros importantes sobre su patrimonio. En ese contexto, el nivel de redenciones promedio en los meses de enero a junio de 2021 fue de 5.6% del valor del Fondo (8% el semestre anterior), los cuales fueron pagados con recursos propios, sin requerir deuda. A juicio de Zumma Ratings, el Fondo APV cuenta con niveles de liquidez adecuados para enfrentar escenarios adversos de solicitud de retiros.

Por otra parte, el Fondo exhibe niveles favorables de concentración por inversionistas individuales al cierre de junio 2021, en tanto que el principal inversionista participó con un 3.6% del patrimonio del Fondo y los 15 mayores con un 23.3% (13.7% y 55.6%, respectivamente, en el promedio del primer semestre de operaciones). Lo anterior se explica principalmente por la ausencia de inversionistas institucionales, dado que el Fondo está dirigido únicamente a personas naturales, factor que se considera como fortaleza en el análisis.

Riesgo Administrativo y Operacional

AFP Crecer es una de las dos compañías que gestionan fondos de pensiones en el mercado salvadoreño, dado el tamaño pequeño del mercado laboral en el país, hay altas barreras de entrada para nuevos competidores; determi-

nando que ambas compañías estén consolidadas en el sector previsional. AFP Crecer tiene una participación importante de mercado (50.92% de los cotizantes al 31 de julio de 2021, 52.22% de los afiliados).

La compañía tiene más de dos décadas de experiencia en el mercado local, permitiendo una amplia base de afiliados que generan un flujo importante y constante de recaudación, en virtud de la administración de fondos obligatorios de acuerdo a la Ley SAP. Lo anterior, favorece el alto nivel de desempeño financiero de AFP Crecer. Cabe mencionar que, con la reforma a la Ley SAP en septiembre de 2017, el ingreso por comisión de las AFP's bajó gradualmente; ubicándose hasta 1.90% en el año 2020 (desde 2.10% antes de la reforma). Al cierre del primer semestre de 2021, Crecer cerró con una utilidad neta de US\$6.0 millones (US\$5.0 millones en junio 2020). Acorde con el mayor desempeño, el margen neto incrementó a 19.7% desde 17.8% en el lapso de doce meses, mientras que el ROA y ROE se ubicaron en 38.7% y 57.9%, respectivamente. Pese a las afectaciones en el nivel de ingresos de los cotizantes, el mayor desempleo, y otras variables derivadas del COVID-19, Crecer mantuvo un desempeño financiero adecuado durante 2020. En 2021, la expansión de los resultados está en sintonía con la recuperación económica local.

Adicionalmente, el fondo de ahorro previsional voluntario cerró su primer año de operaciones el 1 de julio de 2021, realizando una oferta segmentada y con valor agregado para sus clientes. Dicho fondo aporta a la diversificación de ingresos de la compañía. Por otra parte, el análisis de la AFP refleja, en opinión de Zumma Ratings, el buen nivel de flujos EBITDA; así como su sólida posición de solvencia. Un aspecto valorado en el análisis es el riesgo ante cambios en el marco regulatorio de operación de las AFP; haciendo notar que el Gobierno Central anunció el 15 de septiembre de 2021 que enviará una iniciativa de reforma de pensiones a la Asamblea Legislativa para su aprobación en los próximos días. A la fecha del presente informe, los actores del sistema previsional aún no conocen el contenido de dicha propuesta de reforma.

En otro aspecto, se valora que AFP Crecer tiene la capacidad para desarrollar, de manera apropiada, la administración de los fondos que opera actualmente, así como los Fondos APV. Lo anterior, en virtud de la experiencia de la alta gerencia y de la amplia trayectoria y escala de operación de Protección. A criterio de Zumma Ratings, AFP Crecer es altamente estratégica para su accionista debido a la fuerte integración con Protección, materializada en el involucramiento de ésta en los órganos de control de AFP Crecer (Junta Directiva, Comité de Inversiones, Comité de Riesgos, entre otros) y en la transferencia de prácticas y herramientas de tecnología que permiten un buen funcionamiento de la operación.

La compañía refleja cinco contingencias en su informe de estados financieros intermedios al 30 de junio de 2021. Dichas contingencias son en su mayoría sanciones interpuestas por el regulador, AFP Crecer ha señalado su desacuerdo y ha apelado y presentado pruebas a dichas resoluciones, estando a la espera de las respectivas senten-

cias. El importe de todas estas sanciones/demandas no superan el 1.0% del patrimonio de la compañía; además, Zumma Ratings considera que en caso de perder algunas de éstas, no conllevaría a un deterioro significativo en la reputación de AFP Crecer.

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

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

Cargo	Nombre
Director Presidente	Juan David Correa
Director Vicepresidente	Juan Luis Escobar
Director Secretario	José Carlos Bonilla
Cuarto Director Propietario	Claudia Patricia Urquijo
Quinto Director Propietario	Carmen Irene Alas
Primer Director Suplente	Juan Pablo Arango
Segundo Director Suplente	Pablo Mauricio Ferrer
Tercer Director Suplente	Felipe Andrés Herrera
Cuarto Director Suplente	Juan Alejandro Montero
Quinto Director Suplente	Patricia Restrepo Gutiérrez

La gobernanza de la compañía es fuerte en virtud de la estructura para la toma de decisiones, la Junta Directiva se apoya en diversos comités, entre ellos se menciona: Auditoría, Riesgos y Cumplimiento, Presidencia, Lavado de Dinero, Inversiones Fondos Propios, Inversiones de Fondos (en administración), entre otros. En dichos comités participan miembros de Junta Directiva y funcionarios de la compañía; destacando el rol activo que tiene su accionista para asegurarse que el desempeño operativo de AFP Crecer se mantiene dentro del rango establecido y objetivos trazados.

Tanto el manual de gobierno corporativo como el código de conducta, establecen lineamientos sobre el actuar de los diferentes funcionarios de AFP Crecer para garantizar una conducta ética, transparente y cautelar casos de posibles conflictos de interés. Dichos documentos están apegados con los estándares de Protección y con los requerimientos exigidos por la SSF.

En términos de organización, AFP Crecer está compuesta por Presidencia Ejecutiva, ocho Direcciones y el área de cumplimiento que permiten segregar adecuadamente las funciones de inversión (propias y de terceros), riesgos, control interno, comercialización, tecnología y operaciones. En esa línea, la compañía refleja procesos que favore-

cen la independencia entre la unidad que formula la estrategia de inversión (Comité de Inversiones) y la unidad que la ejecuta (Dirección de Inversiones).

El Comité de Inversiones es el encargado de definir la asignación estratégica de activos (*asset allocation*) con base en el análisis de los instrumentos y de macrotendencias en el mercado. Zumma Ratings valora que la experiencia de los miembros del Comité de Inversiones es amplia y buena para la toma de decisiones de inversión. El comité está formado por tres miembros, ninguno de ellos es externo.

La Dirección de Procesos y Riesgos participa activamente en la identificación, medición, valoración, mitigación y monitoreo a los riesgos financieros y no financieros relacionados con la operación. Esta dirección reporta periódicamente al Comité de Riesgos y Cumplimiento, conformado por tres miembros (VP de Riesgos de Protección, VP Legal de Protección y VP de Tecnología y Operaciones de Sura Asset Management). El Comité de Riesgos y Cumplimiento sesiona generalmente cada mes y brinda a la Junta Directiva, un análisis sobre el perfil de riesgo de los fondos administrados y como éstos pueden cambiar bajo escenarios y supuestos de estrés.

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

Cabe precisar que AFP Crecer diversifica los portafolios de soluciones en varios emisores, estableciendo límites por emisor, título, grupo empresarial, entre otros (de acuerdo con criterios propios y el marco regulatorio). La herra-

mienta MIDAS contribuye en este proceso y da alertas tempranas en caso se acerque a umbrales establecidos.

Para el riesgo de mercado del Fondo APV, la alta administración utiliza el Valor en Riesgo (VaR por sus siglas en inglés), duración, entre otros. La herramienta Markrisk calcula el VaR del portafolio de manera automática, incorporando parámetros establecidos. Dicho reporte se realiza de manera diaria y la administración realiza pruebas de *back testing* para comparar que el número de fallos sea congruente con el nivel de confianza seleccionado (95%). Por su parte, AFP Crecer emplea la metodología del VaR histórico después de realizar un análisis y concluir que dicha metodología se apega de mejor manera a las características del mercado local.

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

Por su parte, la metodología de valoración de los títulos locales que integran el portafolio toma como base la metodología de valoración para los fondos obligatorios. La administración ha identificado algunos leves ajustes que han hecho a dicha metodología a fin de que el precio teórico se acerque lo más posible al de mercado, para los títulos locales. Para el caso de títulos globales, se toma la valoración de la plataforma de Bloomberg.

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

ANEXO 1: ESTADOS FINANCIEROS DEL APV

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

	Dic.20	%	Jun.21	%
ACTIVO				
Activos corrientes				
Efectivo y equivalentes	234	9%	918	14%
Depósitos a plazo	-	0%	-	0%
Inversiones Financieras	2,503	91%	5,518	86%
Cuentas por cobrar netas	0	0%	3	0%
Otros activos	-	0%	-	0%
Total Activo corriente	2,737	100%	6,439	100%
TOTAL ACTIVO	2,737	100%	6,439	100%
PASIVO				
Pasivos corrientes				
Pasivos Financieros a Valor Razonable	-	0%	-	0%
Cuentas por pagar	7	0%	11	0%
Pasivos no corrientes				
Provisiones	-	0%	-	0%
Total Pasivo Corriente	7	0%	11	0%
TOTAL PASIVO	7	0%	11	0%
PATRIMONIO				
Cuentas individuales	2,730	100%	6,429	100%
Otro resultado integral	-	0%	-	0%
TOTAL PATRIMONIO	2,730	100%	6,429	100%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,737	100%	6,439	100%

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

	Dic.20	%	Jun.21	%
Ingresos	284	100%	688	100%
Intereses por inversiones	284	100%	688	100%
Gastos	178	63%	527	77%
Gastos de operación				
Gastos financieros	165	58%	489	71%
Gastos por gestión	14	5%	37	5%
Gastos generales de administración	-	0%	0	0%
Resultado de operación	106	37%	161	23%
Otros ingresos y gastos	0	0%	0	0%
Utilidad del período	106	37%	161	23%
Otra utilidad integral				
Ajustes en el valor razonable de instrumentos financieros de cobertura	-	0%	-	0%
Resultado integral del período	106	37%	161	23%

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

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