

FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 29 de abril de 2020

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	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 31.12.19 -----		
Retorno: -	Activos: -	Patrimonio: -
Volatilidad: -	Ingresos: -	U. Neta: -

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 de la Administradora al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019, modelo financiero proyectado del Fondo APV; así como información adicional proporcionada por la Administradora.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo decidió mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer 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 Adm 1.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en el modelo de portafolio simulado por AFP Crecer para los próximos dos años y a las políticas, herramientas y procesos que implementará la compañía en la administración del Fondo APV.

Desviaciones significativas en el desempeño del portafolio con respecto al modelo proyectado, conllevaría ajustes en cualquiera de las calificaciones asignadas. La perspectiva de la calificación es Estable.

Nueva figura de inversión en el mercado financiero salvadoreño: En junio de 2019, el Banco Central de Reserva terminó de elaborar las normas técnicas para la operación de Fondos de Ahorro Previsional Voluntario, después de la reforma a la Ley del Sistema de Ahorro Previsional, en septiembre 2017. Estas normas entraron en vigencia a partir del 2 de septiembre de 2019.

Autorización regulatoria reciente: En sesión No. CD-11/2020 celebrada el 10 de marzo de 2020, el Consejo Directivo de la Superintendencia del Sistema Financiero

autorizó el asiento registral del Fondo de Ahorro Previsional Crecer Balanceado, administrado por AFP Crecer, S.A. Su inicio de operaciones aún se encuentra pendiente.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.

Elevada Calidad Crediticia: En ese sentido, el volumen de efectivo e inversiones locales reflejan una calificación promedio ponderado de AA+.sv, haciendo notar que dichos activos se encontrarían respaldados por entidades bancarias con calificaciones de AAA.sv y AA-.sv; Mientras que las inversiones en el extranjero se encontrarán en Gestoras de inversiones globales y reconocidas, con vasta experiencia en los mercados de capitales y cuya calificación de riesgo internacional es superior a A, por las agencias de calificación de riesgo S&P, Moodys o Fitch. El grado de diversificación planteado en el modelo se considera positivo en el análisis, dado el volumen de inversiones en el extranjero, en países con mejor calidad crediticia soberana y en mercados de capitales mucho más desarrollados que El Salvador.

Baja 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 Fondo, el modelo refleja una exposición inicial muy por debajo al límite indicado en su reglamento. En ese contexto, la exposición promedio en títulos del Estado se ubicará, en su primer semestre de operaciones, en niveles cercanos al

5.0%.

Fundamentos para la calificación de riesgo de mercado y liquidez.

Modesta relación rentabilidad-riesgo, dada su exposición a los cambios de precios en los mercados globales: El Ratio de Sharpe (promedio de rentabilidad de la cartera sobre la desviación estándar de los retornos) se ubica, para sus proyecciones a 24 meses, en un modesto 0.5 (calculado con datos mensuales anualizados), en línea con la naturaleza del Fondo y los instrumentos que lo componen, que lo vuelven más volátil que otros fondos en el mercado local, cuyo contrapeso a esto serían niveles potenciales de rentabilidad más altos, a medida el Fondo se vuelva más robusto. En vista de la volatilidad en los mercados globales, por las expectativas negativas de la pandemia de COVID-19, es posible que este tipo de instrumentos reflejen una desviación respecto de su comportamiento histórico; situación que derivaría en una mayor volatilidad en el portafolio del Fondo, respecto de los supuestos iniciales. En otro aspecto, el Fondo no registra exposiciones al riesgo de tipo de cambio en virtud que todas sus operaciones son en dólares de los Estados Unidos.

Concentraciones por participantes adecuada: Desde su primer semestre de operaciones, el Fondo exhibiría niveles adecuados de concentración, en tanto que el principal inversionista participaría con un 3.5% del patrimonio del Fondo y los 15 mayores con un 39.8%, niveles inferiores a los observados en otros fondos de inversión locales. Lo anterior se debe principalmente a la ausencia de inversionistas institucionales, dado que el Fondo está dirigido solamente a personas naturales, factor que se considera positivo en el análisis. Zumma anticipa que, a medida el Fondo crezca en volumen, la participación de los principales inversionistas se atomice aún más.

Niveles de liquidez suficientes: el Fondo cuenta con niveles de liquidez suficientes para enfrentar escenarios adversos de solicitud de retiros masiva. Las inversiones con plazo menor a 30 días, principalmente cuentas de ahorro o corriente, representan el 15% del portafolio total, el cual alcanza un nivel del 37.5% si se incluyen los depósitos a plazo fijo. Un elemento mitigante consiste en la tenencia

de títulos de renta variable extranjeros, los cuales, dados los altos niveles de transaccionalidad en los mercados de capitales más desarrollados, exhiben una liquidez que podría ser inmediata, en caso se requiera.

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Soporte 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.

Fortalezas

1. Elevada calidad crediticia del portafolio de inversiones
2. Baja exposición al soberano de El Salvador
3. Niveles de concentración por participantes adecuados
4. Soporte de principal accionista con robusta experiencia en la administración de fondos de pensión
5. Fuerte ambiente de control y gobernanza

Debilidades

1. Modesta relación rentabilidad - riesgo
2. Exposición a los cambios de precios en los mercados globales

Oportunidades

1. Incorporación de un mayor número de partícipes que los proyectados.
2. Condiciones de mercado local y global favorables en el inicio de operaciones del Fondo.

Amenazas

1. Retiro masivo de partícipes.
2. Escenarios de riesgo sistémico de liquidez.
3. Cambios significativos en los precios de los mercados globales por las perspectivas de la pandemia.

ENTORNO ECONÓMICO

De acuerdo con datos del Banco Central de Reserva (BCR), la economía salvadoreña registró un crecimiento real del 2.38% en 2019 (2.5% en 2018). Mientras que para 2020, el BCR ha realizado estimaciones preliminares sobre el impacto del brote del COVID-19 en la economía doméstica. En este sentido, el país podría enfrentar una contracción económica superior a la gran crisis de 2009, situándose entre -2.0% y -4.0%, con información muy preliminar.

En la actualidad, los impactos derivados del brote del COVID-19 constituyen la mayor amenaza para la economía doméstica y mundial, debido a que las medidas de emergencia para contener esta pandemia conllevan una menor actividad económica. En síntesis, los mayores impactos son: el cierre de operaciones en sectores específicos (turismo, educación, aviación, entre otros); el aislamiento de personas que se traduce en una menor demanda; la contracción en las ventas del sector informal (aproximadamente el 70% de la economía salvadoreña); así como el estrés en los flujos de efectivo para muchas empresas, implicando atrasos en sus créditos y pagos de salarios.

Aspectos positivos, que difícilmente compensarán la perspectiva de menor crecimiento para El Salvador se encuentran la disminución en los índices de violencia, el flujo de remesas, la baja en el precio de los combustibles y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales.

De acuerdo a datos del Banco Central de Reserva, las exportaciones totales han incrementado en un 0.7% en 2019, explicado por el mayor importe enviado a la región de Centroamérica. Cabe precisar que, en este período, las exportaciones hacia Estados Unidos reflejaron una contracción anual del 4.4%. Esta disminución deriva principalmente del deterioro en los precios de los bienes exportados, considerando que en términos de volumen la cantidad exportada al país norteamericano se mantuvo estable durante 2019.

Las importaciones incrementaron un 1.6% durante 2019, debido a un mayor ingreso de productos de agricultura y ganadería (4.9%). En contrapartida, la factura petrolera se redujo un 9.7%, a causa de los bajos precios registrados en comparación de 2018 (Precio promedio por barril del crudo WTI: USD\$57.0 vs USD\$64.8).

Al cierre del 2019, las remesas alcanzaron un total de USD\$5.650 millones, reflejando un incremento anual de 4.8%, menor que el crecimiento de 2018 y 2017 (8.1% y 9.7%). Esta ralentización se relaciona con el desempeño que experimentó la economía estadounidense en 2019. A pesar que la política proteccionista de Estados Unidos continúa siendo un riesgo para la reducción de remesas, la aprobación del programa migratorio Estatus de Protección Temporal (TPS) hasta 2021 otorga confianza en que la dinámica se mantendrá estable en el corto plazo. Zumma considera que los flujos de remesas para el año 2020 pueden verse afectados por los efectos de la emergencia del COVID-19.

Los índices de endeudamiento que presenta el Gobierno de El Salvador se ubican en niveles elevados y con una tendencia al alza en los últimos años, explicada por las recurrentes necesidades de financiamiento para cubrir la brecha negativa entre ingresos y gastos. La última misión del FMI recomendó un ajuste fiscal de aproximadamente el 2% del PIB a lo largo de 2020, a fin de garantizar el cumplimiento de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LFR) y reducir la deuda. En el actual contexto de pandemia global, el Gobierno podría hacer uso de más préstamos, con el objetivo de aminorar los efectos adversos del COVID-19. Lo anterior, podría situar la deuda soberana en niveles muy peligrosos. Por otra parte, la calificación de riesgo a escala global del país se ubica en B- (perspectiva Estable) y B3 (perspectiva Positiva) para las agencias de calificación S&P y Moody's, respectivamente; reflejando las fragilidades en el perfil crediticio de El Salvador en una situación con altas probabilidades de registrar una desaceleración económica.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA

AFP Crecer es una compañía salvadoreña constituida el 4 de marzo de 1998. La compañía tiene como objetivo la administración de patrimonios individuales denominados fondos de pensiones, el marco que rige su operación se encuentra contenido en la Ley 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.

En la actualidad, la compañía administra dos fondos de pensiones obligatorios de acuerdo a la Ley SAP, los activos en administración (AUM en inglés) totalizan US\$5,740 millones al 31 de diciembre de 2019. 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 ha desarrollado y perfilado el Fondo calificado APV, el cual ya cuenta con aprobación regulatoria para su inicio de operaciones.

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\$140.3 billones en activos bajo administración.

El reporte de los estados financieros auditados de AFP Crecer al 31 de diciembre de 2019 refleja una opinión sin salvedad.

CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE AHORRO PREVISIONAL VOLUNTARIO CRECER BALANCEADO.

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

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

Inicio de Operaciones: Fondo autorizado por la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). Inicio de operaciones pendiente.

Objetivo y Perfil del Fondo: 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 tendrá exposición a distintos instrumentos de renta fija y renta variable, a nivel internacional y local.

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.

Moneda: US Dólar.

Valor cuota el primer día de inicio del Fondo: US\$1.00

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

Plazo de permanencia mínima obligatoria: 30 días calendario

Monto mínimo de retiro: US\$25.00

Pago de retiros: Hasta 3 días hábiles después de la solicitud.

Duración: El total de instrumentos de renta fija que conformen el Fondo tendrán una duración Macaulay promedio ponderada no mayor a siete años.

ANÁLISIS DE RIESGO

En vista que, a la fecha del presente análisis, el Fondo de Ahorro Previsional Voluntario Crecer Balanceado aún no inicia operaciones, el análisis de los distintos tipos de riesgo a los que se encuentra expuesto el Fondo se sustenta en un modelo de portafolio, la composición del mismo, las características de sus instrumentos y proyecciones de rentabilidad y volatilidad compartida por los administradores del mismo. Desviaciones significativas en el desempeño del portafolio con respecto al modelo proyectado, conllevaría ajustes en cualquiera de las calificaciones asignadas.

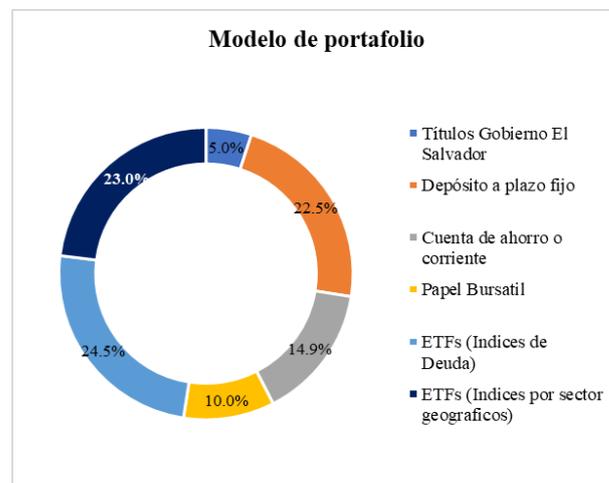
Riesgo de Crédito

A criterio de Zumma, 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. Lo anterior se fundamenta en una elevada calidad crediticia de los activos adquiridos por el Fondo y la poca exposición a inversiones en títulos del Gobierno de El Salvador.

En su primer semestre de operaciones, el portafolio de

inversiones del APV estaría compuesto por efectivo e inversiones locales (cuentas de ahorro, depósitos a plazo y papel bursátil) en un 48%, mientras que los títulos del Gobierno de El Salvador representarían un bajo 5% del portafolio total. Por su parte, las inversiones en el extranjero (principalmente participaciones en fondos mutuos y cotizados o “ETF’s” por sus siglas en inglés, de renta fija y renta variable) participarían con un 47% del total. En ese sentido, el volumen de efectivo e inversiones locales reflejan una calificación promedio ponderado de AA+.sv, haciendo notar que dichos activos se encontrarían respaldados por entidades bancarias con calificaciones de AAA.sv y AA-.sv; Mientras que las inversiones en el extranjero se encontrarán en Gestoras de inversiones globales y reconocidas, con vasta experiencia en los mercados de capitales y cuya calificación de riesgo internacional es igual o superior a A, por las agencias de calificación de riesgo S&P, Moodys o Fitch.

La estructura de la cartera de inversiones, de acuerdo con el reglamento del Fondo, podrá estar dividida 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%. Así, los valores de renta fija en el portafolio (en sus primeros seis meses de operación) estarían representados por títulos del gobierno central (5%), papel bursátil (10%) y deuda extranjera (25%); los valores de renta variable (índices por sector geográfico extranjeros) representarían el 23% y los activos líquidos y depósitos el 38% del portafolio (ver gráfico: Modelo de Portafolio).



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

Cabe mencionar que el vehículo utilizado por el Fondo para sus inversiones extranjeras serán 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. Inicialmente, las inversiones extranjeras estarían en mercados desarrollados, principalmente Estados Unidos, diversificándolas gradualmente hacia otras regiones.

Si bien el límite máximo del Fondo para invertir en ins-

trumentos respaldados por el sector público de El Salvador (Estado e instituciones autónomas) es del 50% del valor del Fondo, el modelo refleja una exposición inicial muy por debajo al límite indicado en su reglamento. En ese contexto, la exposición promedio en títulos del Estado se ubicará, en su primer semestre de operaciones, en niveles cercanos al 5.0%.

Zumma prevé que, en sus primeros períodos de análisis posterior al inicio de operaciones, el Fondo exhibirá concentraciones por emisores locales, principalmente instituciones bancarias, dado su corto tiempo operando y la cantidad limitada de emisores en el mercado local con alta calidad crediticia. De manera similar, el portafolio del Fondo APV exhibirá una concentración en emisores extranjeros, la cual se diversificará gradualmente a medida su patrimonio crezca en volumen. Así, las proyecciones del portafolio para sus primeros seis meses de operación, exhiben una concentración en sus principales 4 emisores del 83%, correspondiendo a un Gestor de Inversiones extranjero (48%), 2 bancos locales (19% y 12%) y el Gobierno de El Salvador (5%).

Finalmente, el Fondo no tendría exposición con entidades relacionadas a la AFP, ya que, no se tendrían recursos colocados en entidades vinculadas durante los primeros períodos de evaluación. Adicionalmente, el Fondo no realizaría operaciones de reporto activas en su primer semestre de operaciones.

Riesgo de Mercado y Liquidez

A juicio de la agencia de calificación, el Fondo administrado por AFP Crecer exhibe una sensibilidad ante fluctuaciones en las condiciones de mercado moderada. Lo anterior se sustenta en la estrategia de inversión planteada por los administradores, la cual está sujeta a condiciones del mercado local y extranjero, la moderada relación riesgo-rentabilidad del APV (acorde con su naturaleza), la liquidez suficiente proyectada para el Fondo y los adecuados niveles de concentración por participante, así como la naturaleza de estos.

Al primer semestre de operaciones, y con base a la proporción de inversiones en renta fija, la duración del Fondo se ubicaría en 2.1 (indicador en años), el cual iría incrementando gradualmente a razón del desplazamiento de inversiones a plazos mayores a 1 año. Así, la proporción de inversiones ubicadas en plazos menores a 1 año (inversiones locales) representarían un 45% del portafolio, mientras que aquellas con plazos entre 1 y 3 años (locales y extranjeras) participarían con un 11%, en tanto que las inversiones mayores a 3 años plazo (inversiones extranjeras) serían el 21% del total. El resto 23% correspondería a inversiones de renta variable.

Por su parte, el Ratio de Sharpe (promedio de rentabilidad de la cartera sobre la desviación estándar de los retornos) se ubica, para sus proyecciones a 24 meses, en un modesto 0.5 (calculado con datos mensuales anualizados), en línea con la naturaleza del Fondo y los instrumentos que lo componen, que lo vuelven más volátil que otros fondos en el mercado local, cuyo contrapeso a esto serían niveles

potenciales de rentabilidad más altos, a medida el Fondo se vuelva más robusto. En vista de la volatilidad en los mercados globales, por las expectativas negativas de la pandemia de COVID-19, es posible que este tipo de instrumentos reflejen una desviación respecto de su comportamiento histórico; situación que derivaría en una mayor volatilidad en el portafolio del Fondo, respecto de los supuestos iniciales. En otro aspecto, el Fondo no registra exposiciones al riesgo de tipo de cambio en virtud que todas sus operaciones son en dólares de los Estados Unidos.

Los participantes del Fondo APV podrán realizar redenciones en el momento que lo deseen, con la salvedad que el plazo mínimo de permanencia en el Fondo es de 30 días hábiles, de lo contrario se aplicaría una comisión por retiro anticipado del 2% sobre el valor de la cantidad a retirar, de acuerdo con su reglamento. En ese sentido, los administradores proyectan un nivel de redenciones promedio para el primer semestre de operaciones del 20% del valor del Fondo, los cuales serían pagados con los títulos líquidos, y en escenarios de liquidez estrecha, con la venta de inversiones y operaciones de liquidez pasivas. El Fondo tendrá 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 del Fondo, en cuyos casos este tendrá hasta 10 días hábiles para honrar las solicitudes.

En términos de liquidez, y a juicio de Zumma, el Fondo cuenta con niveles de liquidez suficientes para enfrentar escenarios adversos de solicitud de retiros masiva. Las inversiones con plazo menor a 30 días, principalmente cuentas de ahorro o corriente, representan el 15% del portafolio total, el cuál alcanza un nivel del 37.5% si se incluyen los depósitos a plazo fijo. Un elemento mitigante consiste en la tenencia de títulos de renta variable extranjeros, los cuales, dados los altos niveles de transaccionalidad en los mercados de capitales más desarrollados, exhiben una liquidez que podría ser inmediata, en caso se requiera.

El Fondo exhibe niveles adecuados de concentración por inversionistas individuales desde su primer semestre de operaciones, en tanto que el principal inversionista participaría con un 3.5% del patrimonio del Fondo y los 15 mayores con un 39.8%, niveles inferiores a los observados en otros fondos de inversión locales. Lo anterior se debe principalmente a la ausencia de inversionistas institucionales, dado que el Fondo está dirigido solamente a personas naturales, factor que se considera positivo en el análisis. Zumma anticipa que, a medida el Fondo crezca en volumen, la participación de los principales inversionistas se atomice aún más (ver tabla: Participación de los mayores inversionistas).

Participante	Mes 6	Mes 12	Mes 18	Mes 24
1	3.49%	1.65%	0.96%	0.75%
2	3.24%	1.54%	0.91%	0.74%
3	3.19%	1.53%	0.90%	0.74%
4	2.94%	1.53%	0.89%	0.71%
5	2.90%	1.52%	0.82%	0.71%
6	2.81%	1.45%	0.82%	0.66%
7	2.72%	1.42%	0.80%	0.66%
8	2.63%	1.42%	0.80%	0.62%
9	2.57%	1.40%	0.78%	0.62%
10	2.49%	1.27%	0.77%	0.62%
11	2.43%	1.26%	0.76%	0.59%
12	2.18%	1.21%	0.75%	0.59%
13	2.12%	1.15%	0.74%	0.53%
14	2.05%	1.15%	0.74%	0.53%
15	2.03%	1.04%	0.70%	0.53%
Total	39.79%	20.54%	12.14%	9.60%

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

Riesgo Administrativo y Operacional

AFP Crecer es una de las dos compañías que gestiona 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; determinando que ambas compañías estén consolidadas en el sector previsional. AFP Crecer tiene una participación importante de mercado (52.4% de los afiliados al 29 de febrero de 2020).

La compañía tiene poco 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), sin embargo, Zumma Ratings prevé que AFP Crecer mantendrá un desempeño financiero fuerte a lo largo del presente año.

Adicionalmente, la compañía espera diversificar sus ingresos debido al nuevo producto de fondos de ahorro previsional voluntarios, realizando una oferta segmentada y con valor agregado para sus clientes. Por otra parte, el análisis de la compañía refleja, en opinión de Zumma Ratings, el buen nivel de flujos EBITDA; así como su sólida posición de solvencia. Un aspecto de riesgo valorando en el análisis es el cambio en el marco regulatorio de operación de las AFP's proveniente de la injerencia política.

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 el Fondo APV. Lo anterior, en virtud de la experiencia de la alta gerencia y de la amplia trayectoria y escala de opera-

ción 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.

En otro aspecto, la compañía refleja seis contingencias en su informe de estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2019. 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 sentencias. 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 áreas: legal, inversiones, planeación financiera y riesgos. La Junta Directiva cuenta con dos miembros independientes. La experiencia de los directores es apropiada para la administración de fondos previsionales y existe una buena mezcla de amplio conocimiento del mercado local e internacional.

Cargo	Nombre
Director Presidente	Juan David Correa
Director Vicepresidente	Juan Luis Escobar
Director Secretario	José Carlos Bonilla
Cuarto Director Propietario	Claudia Patricia Urquijo
Quinto Director Propietario	Guillermo González Argueta
Primer Director Suplente	Juan Pablo Arango
Segundo Director Suplente	Marianela Pulido Tamayo
Tercer Director Suplente	Felipe Andrés Herrera
Cuarto Director Suplente	Juan Alejandro Montero
Quinto Director Suplente	Patricia Restrepo Gutiérrez

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 de 1998, permite a la compañía ostentar un equipo consolidado y alineado con los objetivos estratégicos.

La gobernanza de la compañía es fuerte en virtud de la estructura para la toma de decisiones, la Junta Directiva se apoya en diversos comités, entre ellos se menciona: Auditoría, Riesgos 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 favorecen la independencia entre la unidad que formula la estrategia de inversión (Comité de Inversiones) y la unidad que la ejecuta (Dirección de Inversiones).

El Comité de Inversiones es el encargado de definir la asignación estratégica de activos (*asset allocation*) con base en el análisis de los instrumentos y de 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 cinco miembros; actualmente, uno de ellos renunció y AFP Crecer está en proceso de incorporar su reemplazo.

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

Para el riesgo de mercado del Fondo APV, la alta administración utilizará medidas como 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 reporto.

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