

República AFAP S.A. Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Calificación Nacional de
Administradores de Activos M1(uy)

Perspectiva: Estable

Criterios relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación
de Administradores de Activos registrado
ante el Banco Central del Uruguay.

Analista Principal:

Gustavo Avila
5411 – 5235 - 8142
gustavo.avila@fixscr.com

Analista Secundario:

María Fernanda Lopez
Senior Director
5411 – 5235 - 8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Responsable del Sector:

María Fernanda Lopez
Senior Director
5411 – 5235 - 8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Perfil

República AFAP S.A. (RAFAP) es una Administradora de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP). Es una sociedad anónima privada y de capital estatal. Comenzó a operar en enero de 1996 a partir de la reforma previsional que implantaba un régimen mixto y obligaba a que al menos una AFAP fuera de capital estatal.

Factores relevantes de la calificación

Administradora Líder. RAFAP es líder en la industria de Ahorro Previsional en Uruguay desde sus comienzos. A Junio'17 reunía un 39.5% de los afiliados, un 57.0% de los fondos y el 44.0% de los cotizantes.

Fortaleza de sus accionistas. Se destaca la fortaleza del principal accionista, Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU), entidad que tiene el respaldo del Estado Uruguayo, calificado en escala internacional de largo plazo por Fitch en BBB- Perspectiva Estable en moneda extranjera y BBB Perspectiva Estable en moneda local.

Implementación de Estándares Mínimos de Gestión (E.M.G.): A jul'17, RAFAP cumplía el 100% de los E.M.G. A través de la Política de Riesgo, se estableció el apetito de riesgo y se definieron factores de riesgo (operativo, financieros, de cumplimiento, reputacionales, de lavado de activo y estratégicos) y se establecieron límites para el FAP y la Administradora que se monitorean periódicamente. Además, la Administradora realizó una reestructuración del área de Prevención y Gestión de Riesgo, creando el Área de Auditoría Interna, pasando a reportar directamente al Directorio.

Íntegros controles de riesgo operativo. La Administradora posee dos auditorías además de la auditoría externa. Una obligatoria que evalúa el control interno realizada por Stavros Moyal y Asociados y una segunda auditoría interna que es realizada por personal de la Administradora. Ésta última genera informes mensuales destinados a la Alta Dirección. Asimismo, la Administradora se sometió voluntariamente a controles relacionados con sus prácticas, controles y transparencia, a través de la norma ISO 9001 (desde 2005), ISO 27.001 (sistemas, desde 2013), entre otros.

Claridad y estabilidad en los procesos de inversión. RAFAP presenta una política de inversión clara, la cual es seguida en forma consistente. El proceso de toma de decisiones se encuentra adecuadamente documentado. Además, se realiza un *research* exhaustivo para cada uno de los activos elegibles.

Sistemas Robustos. La administradora posee una plataforma tecnológica robusta y adaptable a cada uno de los procedimientos.

Inversiones. El hecho de no poder invertir en una amplia gama de activos fuera del mercado uruguayo provoca que el universo elegible sea muy limitado y que tenga una alta exposición al gobierno uruguayo y a la renta fija. Además, dado el tamaño de RAFAP en relación con el mercado financiero, tendría serias dificultades en caso de querer desprenderse de una proporción significativa de sus tenencias. En la misma línea, debido a su tamaño, también es más lento el *catch up* de las inversiones ante cambios de tendencias de mercado.

Sensibilidad de la Calificación

Mayor Riesgo Operacional y/o de Inversión. Una caída en la calidad de los procesos de la Administradora que implique un mayor riesgo operacional y/o de inversión podría implicar una baja de calificación de la entidad.

Perfil de la Administradora

República AFAP S.A.

Dirección: 18 de Julio 1883, Montevideo, Uruguay

Accionistas: 51% Banco de la República Oriental del Uruguay

37% Banco de Previsión Social

12% Banco de Seguros del Estado

Website www.rafap.com.uy

Presidente: Cr. Luis Costa

Tipo de Organización: Administradora de Fondos de Ahorro Previsional

Vicepresidente: Ec. María Jimena Pardo

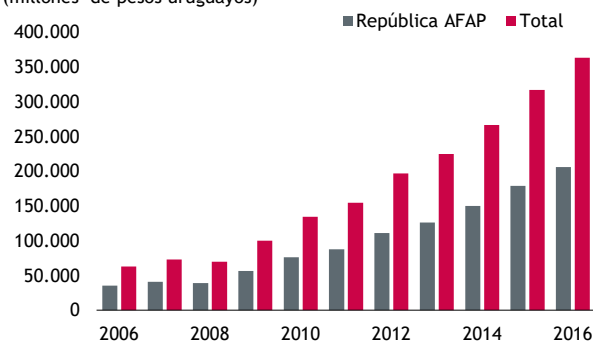
Inicio: Enero de 1996

Director: Ec. Gustavo Dutra Martinez

Gerente General: Ing. Carlos Matyszczyk Revello

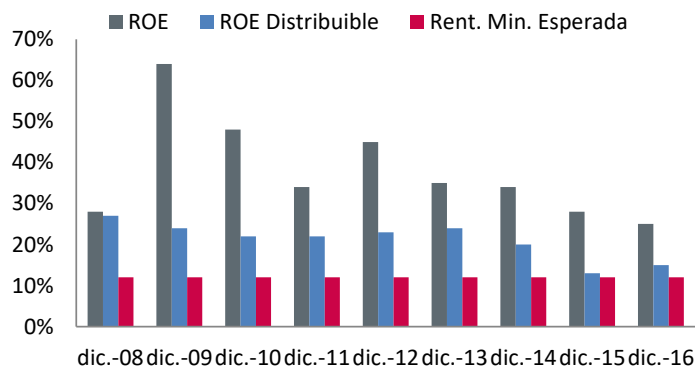
Activos bajo administración (RAFAP)

(millones de pesos uruguayos)

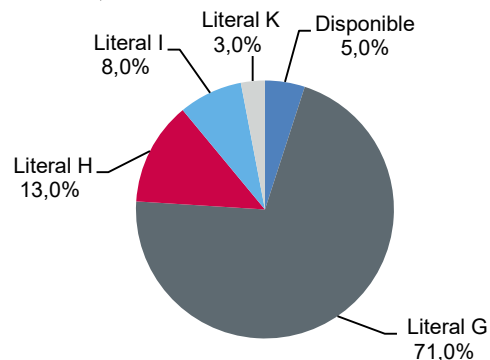


Fuente: Banco Central del Uruguay

Indicadores de Rentabilidad

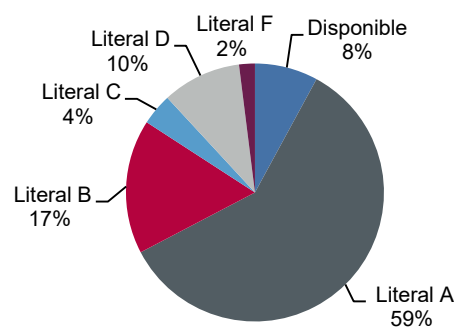


Composición del Subfondo de Retiro (Al 31-Dic-16)



Fuente: Banco Central del Uruguay

Composición del Subfondo de Acumulación (Al 31-Dic-16)



Fuente: Banco Central del Uruguay

Resumen de Categorías

Score de Categorías

	Buenos Estándares	Altos Estándares	Más Altos Estándares
Compañía			✓
Controles			✓
Inversiones			✓
Operaciones		✓	
Tecnología		✓	

Fuente: FIX

Compañía

Composición accionaria y financiera

Accionistas de RAFAP

Nombre	Participación (%)
Banco de la República Oriental del Uruguay (B.R.O.U.)	51%
Banco de Previsión Social (B.P.S.)	37%
Banco de Seguros del Estado	12%

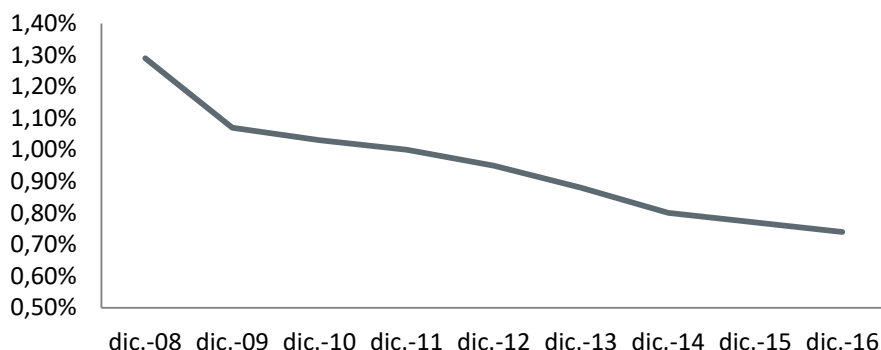
Fuente: RAFAP

República AFAP S.A. (RAFAP) es una sociedad anónima privada, de capital estatal y se originó en el marco de la reforma previsional aprobada por el Parlamento en 1995 a través de la sanción de la Ley 16.713. Esta ley contemplaba entre muchos aspectos, la creación de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP); personas jurídicas de derecho privado, organizadas mediante la modalidad de sociedades anónimas, y establecía que al menos una de ellas se constituya, obligatoriamente, por capital estatal.

Asimismo, se destaca la fortaleza del principal accionista, BROU, entidad que tiene el respaldo del Estado Uruguayo, calificado en escala internacional de largo plazo por Fitch en BBB-Perspectiva Estable en moneda extranjera y BBB Perspectiva Estable en moneda local.

En tanto, en los últimos tres ejercicios (2014-2016), RAFAP obtuvo resultados positivos, reflejando un ROE (Utilidad sobre patrimonio al inicio) de un 29% en promedio, mientras que el ROE distribuible para el mismo período alcanzó el 16%. Además, las comisiones de administración deducida a los afiliados representan el 73% de sus ingresos operativos y se pueden considerar cautivas sin tomar en cuenta el riesgo de traspasos. Aun así, posee traspasos netos positivos desde su origen a diferencia del resto de las AFAP.

Evolución de la Comisión



La rentabilidad de la Administradora evidenció un deterioro en los últimos ejercicios, reflejando a dic'16 un ROE distribuible del 15%, levemente superior a la rentabilidad mínima esperada por el accionista del 12% e inferior a la del resto de las AFAPs. Esto último se explica en parte por las sucesivas bajas de comisión de Administración que realizó la entidad. Dado el menor margen que posee la Entidad, no se esperan en el futuro cercano nuevas bajas significativas en dicha comisión.

Experiencia de la compañía

República AFAP nace en enero de 1996, con una experiencia de 20 años en la industria, y demuestra una fuerte sustentabilidad y presencia en el mercado. RAFAP poseía a junio'17 un 39.5% de los afiliados, un 57.0% de los fondos y el 44.0% de los cotizantes.

La Administradora posee el mayor market share pero además presenta los afiliados de mejor poder adquisitivo, producto de una estrategia fuerte basada en resultado a los Asistentes Previsionales. Del total de los afiliados de la administradora aproximadamente un 66.6% son cotizantes. La elevada participación de cotizantes se fundamenta principalmente a la política comercial definida para captar personas de mayores ingresos y de mayor regularidad. También se apunta a captar jóvenes con mejores niveles de educación, con mayor expectativa de salario.

Independencia corporativa

RAFAP posee completa autonomía con relación a la selección de personal y a las operaciones e inversiones que realiza a pesar de que sus accionistas son entidades estatales y relacionadas a la industria.

Por la característica de ser una Administradora de Ahorros Previsionales, la normativa misma exige estrictas prácticas de independencia corporativa. La Ley 16.713 establece que su objeto único es administrar El Fondo De Ahorro Previsional, hoy compuesto por los Subfondos de Acumulación y Retiro según la ley 19.162. Establece además una separación absoluta entre el patrimonio y la administración de los subfondos de Ahorro Previsional (propiedad de los afiliados) y el patrimonio y la administración de la Sociedad Anónima Administradora (propiedad de los accionistas). Los bienes y derechos que componen el patrimonio de los Fondos de Ahorro Previsional serán inembargables.

En tanto, existen potenciales conflictos de interés en la selección del directorio, ya que en la determinación del mismo tienen injerencia los accionistas y además un miembro del directorio

forma parte de las decisiones de inversión, a través de la participación en los comités con 1/3 votos.

Asimismo, se advierten eventuales conflictos de interés entre los accionistas; RAFAP puede invertir en su principal accionista, BROU, aunque en una menor proporción que el resto de las AFAP. La elevada calificación del BROU, mitiga el presente riesgo.

Personal

República AFAP posee una estructura de recursos humanos con amplia experiencia y con adecuada segregación y especialización de funciones. En RAFAP trabajan actualmente 235 personas, 4 en el Directorio, 214 efectivos y 18 a término (incluye 17 pasantes).

La estructura organizacional se compone de un Directorio, conformado por Presidente, Vicepresidente; un Director y un síndico; el Gerente General y cinco departamentos funcionales, incluyendo Inversiones, Comercial, Servicios Previsionales, Gestión y Administración y Finanzas.

El Área de Prevención y Gestión de Riesgo se encuentra operativo desde Julio de 2011 y depende directamente del Directorio. En tanto la Gerencia de Servicios Previsionales, anteriormente bajo otros departamentos de RAFAP, opera en forma separada desde octubre de 2015.

Como se comentó previamente, el Área de Auditoría Interna, si bien existía bajo el Área de Prevención y Gestión de Riesgo, se independizó en Julio del 2017 para dar cumplimiento estricto a los Estándares Mínimos de Gestión.

FIX considera que la administración ejecutiva posee muy buena trayectoria y amplia experiencia para el desempeño de sus funciones. El Gerente General se encuentra desde el inicio de República AFAP y tiene más de 20 años de experiencia en cargos gerenciales.

Por su parte, la Gerencia de Inversiones está compuesta por nueve profesionales. La misma se conforma por el Gerente de Inversiones, quien se encuentra en el puesto desde el 2007 y anteriormente ocupó en la empresa el cargo de Jefe de la División de Estudios desde 2003; por un estratega senior, el jefe de la mesa de dinero, cinco analistas de inversiones y un asistente para la mesa de inversiones. La experiencia de los mismos se considera buena y para el escaso universo elegible de inversiones, la cantidad de empleados es adecuada.

En tanto, el departamento de Administración y Finanzas se encuentra conformado por 20 personas lideradas por el Gerente, que es el encargado de garantizar el cumplimiento de la normativa legal, impositiva, contable y bancocentralista. Además, el sector cuenta con una encargada de contabilidad, un jefe de tesorería, un jefe de administración, una coordinadora de valoración y contabilidad del FAP y una encargada de administración de personal.

Por su parte el departamento de Servicios Previsionales se encuentra integrado por 70 personas a cargo del Gerente del mismo. Del mismo dependen un jefe de gestión previsional, un jefe y tres coordinadoras de servicio al cliente, una coordinadora de estadística y actuarial y el sector de Asesoría Letrada Previsional.

El área comercial se conforma de 99 personas a cargo del Gerente Comercial. De dicho gerente dependen el Jefe de Ventas con sus 7 mandos medios de ventas y una Jefa de comunicación.

El sector de Gestión a su vez se conforma por 18 empleados y su gerente. El jefe de Tecnología, quien reporta al Gerente de Gestión tiene a su cargo 13 personas, en el área de

Aseguramiento de la calidad dos y en el Área de Gestión de Personas (Recursos Humanos) tres, uno de los cuales es el Coordinador.

Por su parte el Área de Prevención y Gestión de Riesgo está conformada por 5 profesionales, a cargo del Supervisor General de Riesgo su función es la Administración integral de los riesgos de la empresa.

Adicionalmente, el Área de Auditoría Interna se compone de un Supervisor General de Auditoría Interna y una analista de auditoría a su cargo que reportan directamente al Directorio.

La rotación del personal es muy baja, gran parte de los empleados está desde sus inicios y la empresa privilegia el crecimiento y desarrollo profesional de los empleados.

Controles

Estructura Organizacional para el control

Por su característica de ser Administradora de fondos de ahorro previsional, posee amplios requerimientos legales y normativos del Banco Central del Uruguay (BCU) con respecto a los controles de riesgos. De acuerdo a las reglamentaciones establecidas por el BCU, las AFAP deben contar obligatoriamente con una auditoría externa de los Estados Contables, así como con una que evalúe su ambiente de control interno. Con respecto a la auditoría externa, actualmente CPA-Ferrere es el encargado de efectuar la misma.

En el caso de la auditoría externa de control interno, poseen el servicio de Stavros Moyal y Asociados, que realiza un informe independiente sobre el sistema de control interno y un informe relativo a la prevención del uso de República AFAP S.A. para la legitimación de activos provenientes de actividades delictivas.

Además RAFAP posee una Auditoría Interna para mejorar su ambiente de control, que genera informes mensuales con observaciones pertinentes a cada uno de los sectores y cada uno de ellos debe indicar la medida que adoptará para resolver dicha observación. La vía por la cual se tratan las observaciones y las oportunidades de mejora con la Gestión de la organización es mediante el Comité de Auditoría Interna, conformado por la Vicepresidenta, el Gerente General y el Supervisor General de Riesgo, siendo los miembros de Auditoría Interna invitados a la misma.

FIX considera que la estructura organizacional para el control es muy buena. Además evalúa en forma positiva el Área de Prevención y Gestión de Riesgo (AGPR) que funciona independiente del área de Inversiones y reporta directamente al Directorio. El objetivo del área es realizar una gestión unificada y técnica del riesgo, identificándolo y evaluándolo, asesorando, alertando, monitoreando, reportando y colaborando en minimizar los riesgos globales a los que está expuesto RAFAP. También facilita la instrumentación de las oportunidades de mejora que se puedan detectar, así como de implementar coordinadamente las nuevas reglamentaciones que puedan surgir.

Asimismo, el sector incorporó indicadores de alerta temprana con el fin de monitorear el riesgo y detectar lo antes posible las oportunidades y riesgos actuales y futuros. En tanto, el control de los límites normativos y referidos a los lineamientos internos se realiza en forma automática. El medio por el cual se tratan los riesgos con la Gestión de la organización es a través del Comité de Riesgo, conformado por la Vicepresidenta, el Gerente General y el Supervisor General de Riesgo.

Administración de riesgo operativo

El control de los riesgos operativos está a cargo de APGR. Adicionalmente, RAFAP posee una Auditoría Interna, como mencionamos, que reporta directamente al Directorio. Dicha auditoría posee además el objetivo de asistir a RAFAP en evaluar y controlar la efectividad de los controles internos operativos y contables implementados en la organización.

El Área de Prevención y Gestión de Riesgo realiza las matrices de riesgos operativos, detectando la magnitud y probabilidad de ocurrencia de los diferentes riesgos en los procesos. A partir de estas matrices, Auditoría Interna confecciona el plan de Auditoría Interna de procesos basado en riesgos, preparando un plan de tareas donde se establece el objetivo, descripción, alcance y periodicidad de las auditorías a los diferentes procesos, con el fin de ir aportando valor tanto en los procesos como en los controles destinados a mitigar los riesgos.

La Administradora cuenta con matrices de riesgo para cada factor de riesgo definido en la Política de Riesgo (operativos, financieros, reputacionales, de cumplimiento, de lavado de activos y estratégicos) y una matriz de Riesgo Integral (con enfoque SA y enfoque FAP), que integra todas las anteriores, arrojando una medición único del riesgo que está expuesta RAFAP.

Cumplimiento y controles

El área de Prevención y Gestión de Riesgo (APGR) tiene dentro de sus responsabilidades monitoreos electrónicos que incluyen, entre otros, controles de mejor ejecución, seguimientos de estrategia de inversiones, control de órdenes de inversión, de lavado de dinero, control de contrapartes y control de indicadores de rentabilidad. Asimismo, poseen control de límites de inversiones, control del uso del teléfono en la mesa de inversiones y control de límites en SIOPEL.

Hacia julio de 2017 RAFAP logró el cumplimiento del 100% de los Estándares Mínimos de Gestión. La Administradora realizó una reestructuración del área de Prevención y Gestión de Riesgo (APGR). La Auditoría Interna pasó a reportar directamente al Directorio, se estableció el apetito de riesgo, se definieron factores y se establecieron límites a través de la política de riesgos.

En los últimos años se han automatizado estos controles, mejorando los existentes e incorporando mucho de ellos al L&MA (Sistema de Límites y Márgenes Automáticos).

Asimismo, RAFAP cuenta con una política de Riesgos integral y un Código de Buen Gobierno Corporativo. Además posee un control en tiempo real de los límites tanto internos como legales. También, en los últimos años se produjo una mejora en el sistema de alertas tempranas de riesgo. Por su parte, el Back office depende del área de Administración y Finanzas (antes de 2011 dependía del área de inversiones) para que los intereses se encuentren contrapuestos.

En lo que respecta a posibles conflictos de interés, el código de ética prevé muchas de estas situaciones. Las actas y minutas se encuentran debidamente registradas, no pueden ser modificadas y se encuentra denegado el permiso a aquellas personas ajenas a las operaciones en cuestión. Las operaciones tienen que ser previamente aprobadas por el gerente de inversiones y todo el proceso decisorio queda debidamente almacenado electrónicamente. Asimismo, se realizan controles sobre la valuación de los activos.

Además, poseen un estricto control en el grabado de llamadas, conservan un registro electrónico de todas las llamadas realizadas en el horario que fueron ejecutadas por separado

facilitando su ubicación. También poseen un control formal de las órdenes de inversión que están numeradas y firmadas electrónicamente.

Diariamente se controlan tanto los límites de inversión exigidos por la normativa como aquellos especificados en las decisiones de inversión.

Administración del riesgo de inversión

A través del informe diario de mercado hay un monitoreo diario de la evolución de los precios de todos los instrumentos y de su fair value, además del monitoreo mensual de las posiciones en moneda por parte de los principales agentes del mercado.

Las métricas de medición de riesgo residen principalmente en los indicadores de desvío estándar, coeficiente de variación y VaR. Asimismo, por tratarse de un fondo con la mayoría de los instrumentos de renta fija, la variable más relevante es la duración de la cartera. Respecto a este último indicador, hay límites específicos que establecen que se permite una diferenciación máxima respecto al benchmark.

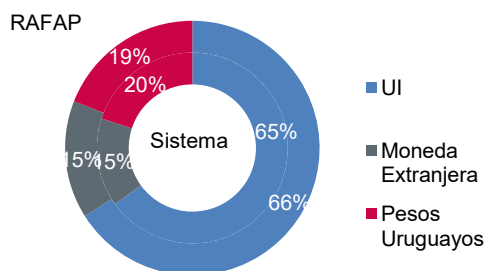
Los límites de factores de riesgo financieros establecidos en la Política de Riesgos son monitoreados mensualmente a través de una batería de indicadores calculados automáticamente por APGR y se informa a Directorio en caso de desvíos tanto para el FAP como para la SA. Los riesgos financieros incluyen Riesgo de Crédito, de Mercado, de Liquidez y Diferenciación.

El cálculo de VaR si bien lo realizan y es informado al comité de inversiones, no es determinante para las posiciones dada la realidad del Fondo de no requerir liquidez en el corto plazo. Asimismo, la escasa profundidad del mercado, junto con la dificultad de desprenderse de posiciones sin modificar los precios spot, atentan contra la confiabilidad de dicho indicador.

No se evidencian análisis de estrés sobre las distintas variables y su impacto en la cartera global, aunque los análisis de sensibilidad son realizados al analizar cada una de las posibles inversiones.

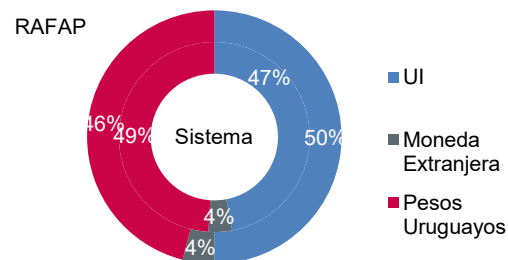
En tanto, poseen modelos para estimar econométricamente el PBI, el resultado fiscal y la inflación. Esta última es monitoreada de manera permanente, ya que cerca de un 72% de los activos del subfondo de Acumulación y cerca del 51% de los activos del subfondo de Retiro se encontraban en unidades indexadas a Jun'17. Asimismo, construyeron el UBI (Uruguay Bond Index) y el IBI (Índice de Bonos Indexados) a partir de cuya diferencia se estiman las expectativas de apreciación y depreciación.

Composición por Moneda Subfondo de Acumulación (Al 30-Jun-17)



Fuente: República AFAP

Composición por Moneda Subfondo de Retiro (Al 30-Jun-17)



Fuente: República AFAP

Inversiones

Claridad, estabilidad y continuidad de los procesos de inversión

La Sociedad cuenta con una política de inversión definida. El análisis de las alternativas de inversión puede describirse como “top-down” para la asignación entre clases de activos y a la vez “bottom-up” para la selección de los instrumentos específicos.

Se utiliza preferentemente una estrategia de inversión del tipo “pasiva”, basando las decisiones en factores de carácter permanente y estructural de forma de alcanzar los objetivos de largo plazo. (No obstante podrá ser más activo ante ineficiencias del mercado o coyunturas favorables de corto plazo).

El objetivo en términos de rentabilidad de largo plazo es obtener un retorno de 3% en UR para el Subfondo de Acumulación y de 1,5% en UR para el Subfondo de Retiro. En el corto plazo se fija como target obtener un retorno mayor a la rentabilidad mínima del Sistema. En materia de asignación de capital, la Política de Inversiones establece como criterio el armado de una cartera balanceada que permita obtener renta y crecimiento para el Subfondo de Acumulación con un perfil de riesgo moderado, en tanto que para el Subfondo de Retiro el objetivo es preservar el capital con un manejo conservador del riesgo.

Los comités de inversión son aprobados por tres personas, el Gerente General, el Gerente de Inversiones y un miembro del Directorio. Pese a que en dichos comités participan todos los analistas del área de inversiones, los restantes integrantes del Directorio y el Supervisor General de Riesgo. Los comités se realizan cada mes y medio y cuando surgen nuevas posibilidades de inversión.

Producto de cuestiones regulatorias relativas a la rentabilidad mínima, las inversiones están en parte vinculadas a las decisiones de inversión que toman las otras Administradoras. Sin embargo, esto se da en menor medida que en el resto de las AFAPS debido a su mayor tamaño relativo. Además su mayor tamaño relativo implica un menor riesgo de cumplir con la rentabilidad mínima regulatoria. El benchmark de RAFAP es el promedio ponderado de las inversiones de las otras tres Administradoras.

Research para las inversiones

RAFAP realiza análisis y estudios de mercado de cada una de las opciones de inversión. Para el caso de las nuevas emisiones, se realiza dos análisis con distinta óptica: desde el Departamento de Inversiones y desde el Área de Prevención y Gestión de Riesgo. Cada análisis de inversión es guardado en el sistema (ISO-KEY) con cada modificación para realizar el seguimiento, y se encuentra accesible para todos.

Asimismo, por la condición de ser la mayor AFAP y la mayor fuente potencial de fondeo, son los primeros en ser consultados por los emisores y dadas las actas observadas, se considera que tienen una amplia cobertura, abarcando todas las inversiones posibles, incluso estructurando en algunos casos.

Además, el Sector de Inversiones realizó numerosos trabajos de investigación que han posicionado a RAFAP en un referente con relación a la innovación financiera. A modo de ejemplo, en el trabajo presentado en el año 2001, introdujeron el índice UBI (Uruguay Bond Index); el UBI tuvo una amplia repercusión y actualmente es el índice de referencia de spread soberano utilizado por el mercado, con el cual miden el riesgo país. El mismo es publicado por Bloomberg y es sometido a auditorías externas.

Asimismo, poseen modelos para medir el riesgo crediticio de bancos y empresas obtenido de la Universidad Católica de Chile que si bien son básicos, abarcan los ratios más importantes.

Para el análisis cualitativo se realiza un análisis propio, completándolo con el que realiza la calificadora y visitan a las empresas para conocer a sus principales responsables.

Disciplina en la compra y venta

Debido al tamaño de la Administradora y a la escasa profundidad del mercado uruguayo, la disciplina en la venta es limitada dado que la mayoría de los instrumentos son conservados a vencimiento.

En cuanto a la disciplina en la compra, la Sociedad realiza minutas para cada decisión de inversión. Estas minutas se elaboran de forma exhaustiva y contienen análisis completos, según lo requerido por la política de inversión (esta última especifica los aspectos a evaluar según cada instrumento). Cuando la Administradora quiere operar algún instrumento que no cotiza regularmente en el mercado se busca el fair value del mismo por comparación con instrumentos similares o se utiliza el modelo de cotización de negocios privados desarrollado por RAFAP.

Asimismo, hacen un análisis de riesgo de crédito con un informe de recomendación para cada instrumento y se presentan en el comité. La aprobación de nuevos instrumentos de inversión se basa en tres instancias: en primer lugar, la gerencia de inversiones analiza y realiza una recomendación al comité que la aprueba o la rechaza. Luego, los asuntos aprobados por el comité de inversiones pasan al Directorio, si es requerido por la política de inversiones. Finalmente, se realiza un seguimiento y se verifica que se cumplan las inversiones decididas en cada comité.

Capacidad de monitoreo y valuación

RAFAP presenta herramientas analíticas y una capacidad de monitoreo muy buena en términos de cobertura. Se efectúa un informe diario de mercado en el cual figuran los precios y el valor teórico (fair value) de todos los instrumentos en cartera. A la vez, se prepara un informe con la variación diaria y mensual de los precios. Con respecto a la valuación de los activos, por normativa se toma directamente los precios que provee diariamente el BCU.

Acceso a las negociaciones y al mercado

El trading de RAFAP es profesional, utilizando como soporte a Bloomberg. Sin embargo, el acceso al mercado se ve en parte limitado por la dificultad de vender posiciones grandes.

En tanto, el tamaño de la Administradora con relación al mercado uruguayo, a las nuevas emisiones y a sus pares resulta en un reacomodamiento más lento de las inversiones respecto al total de los subfondos, (dado que a iguales montos invertidos por las distintas AFAPs, pondera menos en RAFAP por su mayor tamaño) frente a cambios en las condiciones de mercado, lo que puede impactar negativamente en el rendimiento del mismo.

Asimismo, el acceso a los distintos instrumentos también queda limitado por las restricciones en las inversiones a las que están sujetas las AFAPs. No obstante, se destaca el significativo incremento que presentó en los últimos años la tenencias de instrumentos de certificados de participación (en el subfondo de Acumulación) que posee un componente de retorno variable así como la participación significativa de bonos multilaterales con protección de capital pero rendimiento variable. FIX monitoreará la evolución del desempeño de los Certificados de Participación, dado que es un elemento diferenciador respecto al resto de las AFAPs.

Operaciones

Generación de informes y comunicación

Los informes cuentan con información objetiva, transparente y exacta. La información es regulada por el Banco Central de Uruguay (BCU) y se publica trimestralmente.

Además de lo requerido por la normativa vigente, la empresa brinda la siguiente información: página Web (donde se publica paquete accionario, estados contables, rentabilidad, comisión y composición de cartera entre otros); trimestralmente se confecciona un informe de gestión a los accionistas, semestralmente se distribuye un folleto explicativo sobre aspectos relevantes del sistema y anualmente se envía a terceros interesados la memoria anual de la empresa. Además, en su página Web publican todos los trabajos de investigación realizados.

Por su parte, los informes vinculados a las inversiones presentados a los afiliados son descriptivos, reflejan el comportamiento de las principales variables, pero no incluyen las estrategias ni los racionales básicos de las decisiones de inversión.

Administración

La administradora posee procedimientos minuciosos y controles para monitorear la administración de las inversiones de la misma. También, se realizan procedimientos por separado para las inversiones del fondo de pensión.

Las operaciones son ejecutadas por el sector Tesorería, dependiente de la Gerencia de Administración y Finanzas que es responsable de asegurar que las transacciones sean realizables y se adecuen a los límites de riesgo financiero definidos en la Política de Riesgo para la empresa Administradora. Dichas operaciones son posteriormente controladas por el sector Contabilidad.

Con relación a la valuación de las inversiones de la Administradora, los precios son provistos por el BCU y son usados por toda la industria.

Tecnología

Calidad de los sistemas de front-office

La Administradora posee sofisticados sistemas que respaldan todas las áreas centrales. Se encuentra el sistema Bloomberg soportando el análisis de las inversiones y el manejo del portafolio. Además, cuenta con el sistema ISO-KEY, que es la aplicación informática en la que está soportado el sistema de Gestión de Calidad y de procesos de la organización.

Sus principales funciones son: objetivos e indicadores de incumplimiento, gestión documental, gestión de proyectos y procesos, auditorías, organigrama y encuestas. El programa registra todas las minutas y actas de los comités especificando quien ingresó, y no se pueden modificar una vez realizadas. Se cuenta con un Sistema de Indicadores de Gestión el cual contempla un Balanced Scorecard, Tableros de gestión por departamentos y Tablero de Objetivos Personales. A través de estos se puede realizar un seguimiento de la estrategia y de los objetivos con semáforos, velocímetros y gráficos en función de los valores reales y estimados.

El sistema utilizado para la contabilidad del Fondo de Ahorro Previsional es Pensión 2000. En tanto, el utilizado para las órdenes de inversión de la Administradora es el Sistema GX-Admin.

En tanto, Servicio al Cliente cuenta con un CRM desarrollado a medida para el soporte y registración del contacto con el afiliado.

Se destaca que la Administradora cuenta con la certificación ISO 27.001 desde 2013, la cual se renueva anualmente.

Calidad de los sistemas de middle & back office

Como ya mencionamos, dentro de los sistemas tecnológicos utilizados se encuentran Pension 2000 que es el aplicativo con el que gestionan los procesos del negocio central (incorporación de clientes, gestión de las cuentas individuales, acreditación de aportes, inversión, contabilidad y determinación del Fondo de Ahorro Previsional (FAP), emisión de estados de cuenta y gestión de jubilaciones y pensiones). Este sistema fue contratado en conjunto por todas las Administradoras, dado que es un sistema diseñado especialmente para la administración de fondos de pensión.

FIX entiende que estos sistemas permiten a la Administradora efectuar todos los procedimientos de manera eficiente.

Administración de datos/Accesibilidad e integración

MicroStrategy es el sistema de Data Warehouse. El mismo asiste a todas las áreas de la organización. La sociedad posee una muy buena capacidad de manejo de datos producto de la importante base de datos con que cuenta, la cual es alimentada automáticamente por procesos y a partir de la cual se obtienen los perfiles deseados de los afiliados a ingresar. Asimismo, cuentan con tecnología inalámbrica, para estar conectados y poder chequear las fichas de los clientes e imprimir los estados de cuenta en cualquier momento. El Data Warehouse absorbe los datos directamente desde Pension 2000.

La sociedad posee una muy buena capacidad de generar informes con acceso inmediato a información en tiempo real.

En tanto, posee desde 2008, un sistema de Gestión de Capital Humano denominado GIRH, cuyas principales funciones son la evaluación del desempeño, la planificación de la capacitación y la medición del impacto, el plan de carrera y la medición de satisfacción de actores clave, entre otras.

FIX considera que los sistemas se encuentran adecuadamente integrados, tanto en forma interna, como con terceros. Para las comunicaciones utilizan los sistemas de NETGATE y para la transmisión de datos a BCU: BEVSA.

La sociedad cuenta con un sistema de planificación presupuestal, el sistema GX-Admin, a través del cual modelan, proyectan, analizan e integran la operación de los diferentes departamentos, el cual se integra al planificador comercial desarrollado internamente.

Asimismo, RAFAP posee sistemas contables y administrativos automatizados e integrados, e implementan controles cruzados internos, como es el caso de la revisión mensual de control de gastos.

Seguridad en tecnología e información

La seguridad informática se considera muy buena. La Administradora posee un Plan de Continuidad de Negocio que incluye un Plan de Contingencia en caso de que los sistemas de back office no funcionen. El mismo permite que se desarrolle la actividad de la empresa en otro lugar físico, sin perder la información acumulada. Además cuentan con la ventaja de que los servidores se encuentran en otro espacio físico, fuera de la Administradora. Asimismo, está contemplada una plataforma de atención al cliente con teléfonos para responder a los llamados de los clientes ante eventuales consultas.

Por último, la Administradora cuenta con extensos procedimientos de resguardo de la información.

Anexo I

Glosario

Back office: es el sector de la compañía que se dedica principalmente a la verificación de las operaciones realizadas, la contabilidad y el cumplimiento de los límites legales e internos.

Benchmark: Índice de referencia.

Bottom-up: Proceso de selección de inversiones que consiste en considerar la situación de una empresa individualmente en primeras instancias y luego analizar el impacto de las tendencias económicas y sectoriales sobre la misma.

Catch-up: reacomodamiento.

Cotizantes: Aquellos afiliados que aportan regularmente.

Fair value: valor razonable, realizable, al cual se podría vender o comprar el instrumento en el mercado.

Front-office: sector de la compañía encargada directamente de la negociación, de las relaciones con los clientes y de los aspectos comerciales.

Literal A: Valores emitidos por el Estado Uruguayo y el BCU.

Literal B: Valores de Empresas Públicas o Privadas, Cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión, Títulos Representativos de Fideicomisos.

Literal C: Depósitos a Plazo Fijo.

Literal D: Valores emitidos por Organismos Multilaterales, Bonos Soberanos de países de alta calificación crediticia.

Literal E: Instrumentos de cobertura de riesgos financieros.

Literal F: Préstamos al consumo garantizados por empresas.

Literal G: Valores emitidos por el Estado Uruguayo y el BCU.

Literal H: Depósitos a Plazo Fijo.

Literal I: Bonos de Organismos Multilaterales de Crédito y Bonos Soberanos de países de alta calificación crediticia.

Literal J: Instrumentos de cobertura de riesgos financieros.

Literal K: Préstamos personales a afiliados y beneficiarios del sistema de seguridad social.

Research: Investigación

SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas/ Software para negociación electrónica, para operar a través de la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

Top-down: Proceso de selección de inversiones que consiste en considerar el impacto de las tendencias económicas y sectoriales en primeras instancias y luego analizar la situación de una empresa individualmente.

Trading: operaciones de compra y venta realizadas en el mercado de valores.

VaR: Value at Risk – valor a riesgo, indicador que mide la pérdida máxima esperada para un intervalo de tiempo con un nivel de confianza determinado.

Anexo II

Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. –en adelante FIX– reunido el 19 de octubre de 2017 ha decidido confirmar la calificación de Administradores de Activos **M1(uy) Perspectiva Estable** asignada a **República AFAP S.A. (RAFAP)**

M1(uy): El administrador de activos tiene una plataforma de inversión y un modelo operacional que FIX considera superiores en relación con los estándares de los inversionistas institucionales locales.

Los signos (+) o menos (-) en las categorías de calificación asignados representan la fortaleza o posición relativa dentro de dichas categorías de calificación y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. Estos signos no se utilizarán para las categorías M1(uy) y M5(uy).

El análisis de la revisión consideró los Estados Contables Anuales de RAFAP, además de información de gestión provista por la Administradora y disponible en el Banco Central del Uruguay (BCU). Los Estados contables anuales al 31.12.16 fueron auditados por el Estudio CPA Ferrere, quien en su opinión establece que los Estados Financieros presentan razonablemente en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial de República AFAP S.A. y los resultados de sus operaciones, los cambios en su patrimonio neto y sus flujos de efectivo de acuerdo a con las normas contables del BCU.

Asimismo, se consideraron los Estados contables de los Subfondos de Acumulación y Retiro, cuyo auditor CPA Ferrere, establece en su opinión que los mismos presentan en todos sus aspectos significativos, los activos, pasivos y patrimonio neto de los mismos de acuerdo a normas del BCU.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificador, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.