

Informe de la Sindicatura

Ejercicio cerrado el 31/12/2008

La sindicatura de República AFAP elabora trimestralmente (marzo, junio, setiembre y diciembre de cada año) un informe que remite a los señores accionistas conteniendo, información y análisis sobre el funcionamiento de la empresa y sobre la evolución de las principales variables atinentes a sus Estados Contables y al Fondo de Ahorro Previsional por ella administrado.

Este informe es concordante con los anteriores y se realiza a los efectos de ser incorporado a la "Memoria Anual" de la empresa (Artículo N° 16 del Estatuto).

Dejo constancia que la información relativa a los Estados Contables y sus notas, al Inventario de la Sociedad y al Fondo de Ahorro Previsional, confeccionados al 31/12/2008, registran adecuadamente las operaciones realizadas y se ajustan a la normativa legal y contable vigente.



**Economista Manuel Núñez
Síndico de República AFAP S.A.**

Introducción

La situación económica de Uruguay durante el año 2008 se enmarca en una crisis financiera (primero) y económica (después) que, originada un año atrás en el mercado hipotecario de los EEUU, se propaga por oleadas al resto del mundo, afectando rápidamente a los principales mercados financieros y luego a la economía real (producción, comercio, consumo). Uruguay pertenece a una región de economías dependientes que, en esta etapa, presenta debilidades y fortalezas ante la crisis mundial generada externamente, pero que a la corta o a la larga se verá afectada. Los analistas coinciden que el primer nivel de "contagio" de la crisis se vio en los mercados financieros por lo cual los primeros coletazos registrados afectaron primero y en mayor medida, además de a los EEUU, a los países desarrollados -especialmente de Europa- y algunos países emergentes. Sin embargo, la profundidad, duración y dimensión de la crisis afectará en mayor o menor medida a la economía real de todo el planeta.

Una de las características más curiosas de la evolución económica de Uruguay durante el 2008 es que aparecen claramente dos períodos bien diferentes, al punto de parecer "dos años en uno". Los primeros seis meses transcurrieron de acuerdo con las previsiones positivas realizadas sobre el fin del año anterior, en donde se verificó a nivel mundial un crecimiento de la actividad económica con expansión del comercio internacional, con crecimiento del precio del petróleo y una leve desaceleración en el crecimiento de los precios del resto de las materias primas así como tasas internacionales de interés, estables. A nivel nacional, durante el primer semestre se mantuvo el crecimiento económico superior a un dígito, un Déficit Fiscal de aproximadamente 0,5% del PBI, un tipo de cambio decreciente acompañando la inflación en dólares y una inflación con empujes pero menor a un dígito para mediciones anualizadas.

Por otro lado, en la segunda parte del año la economía uruguaya comenzó a sentir el *shock* externo negativo derivado de la crisis internacional, sumado al efecto negativo de la sequía. Lo primero a destacar es que el cambio de escenario externo afecta en primer lugar a través del crecimiento del valor del dólar, del incremento del riesgo país y, en menor medida, del descenso en el nivel de reservas. Sin embargo, si bien durante los 4 últimos meses del año el PBI desaceleró su crecimiento, seguramente mantenga un nivel alto de más de dos dígitos para todo el año.

Sin duda, 2008 será un buen año para la economía uruguaya mirada en su conjunto, pero a partir del segundo semestre del año, el doble efecto de crecimiento del Riesgo País (con aumento de la oferta de papeles gubernamentales y baja de precios de mercado de dichos valores) y la deflación en dólares (apreciación de dicha moneda respecto al peso) ha tenido efectos importantes sobre la baja del valor del Fondo de Ahorro Previsional que administra el Sistema de Ahorro Previsional, en particular para República AFAP.

	Variación de precio punta a punta en el año 2008	Participación en FAP Promedio mensual del año 2008
GLOBALES EN USD	-19,1%	16,73%
LRM UI	-18,8%	20,04%
GLOBALES EN UI	-44,5%	12,47%
NT UI	-17,0%	16,35%
LOCALES EN UI	-16,3%	3,69%
LRM\$	-8,1%	6,01%
TOTAL		75,30%

En efecto, si medimos la variación de los valores de mercado de punta a punta en el año 2008 de algunas de las colocaciones de República AFAP, se constata una pérdida de valor que llega al 44,5% para los Bonos Globales en UI, al 19,1% para los Bonos Globales en dólares, al 18,8% para las Letras de Regulación Monetaria emitidas por el BCU en UI, al 17,0% para las Notas de Tesorería emitidas en UI, al 16,3% para los Bonos Locales en UI y al 8,1% para las Letras de Regulación Monetaria emitidas en pesos. Ese conjunto de inversiones de República AFAP representa, tomando el promedio de participación mensual en el total de la cartera durante el pasado año, las tres cuartas partes de la cartera total de la empresa. Como dijimos más arriba, el impacto negativo sobre el valor del FAP se verifica en el segundo semestre, pero especialmente en los meses de septiembre y octubre. En noviembre y diciembre se registran variaciones positivas en la cotización de dichos valores. El efecto global descrito para el año 2008 se aprecia en el cuadro precedente.

Capítulo II

Sobre los Estados Contables al 31/12/2008

- El **Resultado Neto Acumulado** del ejercicio 2008 en pesos corrientes fue \$ 90.473.439, resultando 12,92% superior a lo presupuestado para dicho período (\$ 80.118.247). Dicho resultado (RNA) equivale en dólares americanos a la cotización de cierre de 2008 (\$ 24,350) a **US\$ 3.715.542** y en unidades reajustables a la cotización de diciembre 2008 (\$ 379,45) a **UR 238.433**.
- Comparado con el año anterior (2007) el Resultado Neto Acumulado en pesos corrientes se redujo en 22,41% (\$ 90.473.439 en 2008 contra \$ 116.602.815 en 2007); en dólares se registró un decrecimiento de 31,49% (US\$ 3.715.542 en 2008 contra US\$ 5.423.387 a la cotización de cierre de 2007) y en unidades reajustables se registra una caída de 30,34% (UR 238.433 en 2008 contra UR 342.265 a la cotización de cierre de 2007).
- La inflación registrada durante el año 2008 fue de 9,19%, resultando mayor a la prevista inicialmente y además, superior en un 8,1% a la registrada en 2007 (8,5%). En consecuencia, el Resultado Neto Acumulado de República AFAP a diciembre de 2008 tuvo una importante disminución en términos reales (valores constantes) de 29% respecto al año anterior.

Cuadro comparativo	Acumulado entre el 01/01/2008 al 31/12/2008					Acumulado 01/01/2007 al 31/12/2007		
	Pesos corrientes	Presupuesto \$	Resultados US\$	Pesos constantes	Resultados UR	Real \$	Real US\$	Real UR
INGRESOS	315.662.751	317.693.370	12.963.563	289.094.927	831.896	314.846.394	14.644.018	924.170
Ingresos Operativos	336.166.105	291.484.776	13.805.590	307.872.612	885.930	294.997.636	13.720.820	865.908
Ingresos financieros	-20.503.354	26.208.594	-842.027	-18.777.685	-54.034	19.848.758	923.198	58.262
EGRESOS	225.189.312	237.575.123	9.248.021	206.236.205	593.462	198.243.580	9.220.632	581.906
Egresos Operativos	190.521.864	191.726.036	7.824.307	174.486.550	502.100	165.839.279	7.713.455	486.789
Otros Egresos	34.667.448	45.849.087	1.423.714	31.749.655	91.362	32.404.301	1.507.177	95.117
RESULTADOS	90.473.439	80.118.247	3.715.542	82.858.722	238.433	116.602.814	5.423.387	342.265
Diciembre 2007=100 (dolares)			68,51				100	
IPC Diciembre/2007=100	109,19					100		
Presupuesto 2008=100	112,92	100						
Diciembre 2007=100	77,59					100		

- La composición de los ingresos totales indica que los Ingresos operativos (comisiones) en el año 2008 representaron el 106,48% del total, en la medida que hubo una pérdida financiera de \$ 20.503.354, lo que no había ocurrido en el 2007. Lo anterior puede ser analizado de otra manera al desglosar el Resultado Operativo y el No Operativo y verificar que los resultados financieros (\$ -55.170.802) son los que determinan la baja de las utilidades. Dicha pérdida financiera está asociada en gran parte a la pérdida de valor contable de la Reserva especial provocada por la reducción de los precios de mercado de las inversiones a ella vinculadas.
- El Resultado Neto Acumulado significa en 2008 el 26,9% de las comisiones cobradas en dicho período, lo que resulta inferior al mismo ratio registrado en 2007 (39,5%). Asimismo, la proporción de los Egresos totales respecto a los Ingresos por comisiones se incrementa respecto al año anterior (73,9% en 2008 contra 67,3% en 2007), los Egresos operativos representan el 66,1% respecto a las comisiones en 2008 frente a un 66,5% en 2007, pero Otros egresos aumenta su participación (pasa de 0,9% en 2007 a 7,8% en 2008).
- La composición de los egresos del ejercicio 2008 no presenta variaciones importantes respecto a la histórica, los rubros "remuneraciones", "impuestos" y "gastos de administración" representan en conjunto el 70,5% del total; sin embargo, el rubro "impuestos, tasas y contribuciones" redujo su participación en el total, pasando de 16,2% en 2007 a 13,5% en 2008. Analizados los Egresos operativos según el centro de costos, las áreas "Comercial" y "Administración y Finanzas" constituyen el 66,1% del total.
- Si bien las "remuneraciones" son el concepto más relevante del Gasto, a nivel histórico la relación de las remuneraciones, tanto con los Egresos totales como con los Ingresos totales ha venido cayendo en términos de tendencia desde niveles muy altos al inicio, situándose a diciembre de 2008 en valores bajos (41,3% de los egresos y 30,2% de los ingresos).

- Respecto a los dividendos, se verificó el cumplimiento de los requerimientos mínimos establecidos por el Artículo N° 320 de la Ley N° 16.060, así como los establecidos por la Asamblea de Accionistas de República AFAP S.A. realizada el 16/05/01. **Por otro lado, se corroboró que el criterio de distribución de dividendos aplicado se ajusta a las pautas legales (Patrimonio Mínimo –Art. N° 97 de la Ley N° 16.713-; Reserva Legal –Art. N° 93 de la Ley N° 16.060- y Reserva Especial –Art. N° 121 de la Ley N° 16.713-).** Siguiendo el criterio histórico de distribución de los dividendos aplicado por la empresa, en el ejercicio culminado el 31/12/2008 ascendieron a \$ 84.678.675, lo que significa el 94% de la Utilidad del Ejercicio. El total de dividendos distribuibles resultó casi un 6% inferior en valores nominales a los distribuidos en 2007 (\$ 89.802.079), es 120% superior al valor del dividendo mínimo fijado por la Asamblea de Accionistas del 16/05/01 (12%) y representa el 27,3% del Patrimonio de esta Administradora al final del ejercicio.
- El comportamiento económico de la empresa fue analizado a través de los **ratios** presentados en la siguiente tabla.

PRINCIPALES RATIOS DE REPUBLICA AFAP		31/12/2006		31/12/2007		31/12/2008	
		RAFAP	Sis.sin RAFAP	RAFAP	Sis.sin RAFAP	RAFAP	Sis.sin RAFAP
Indice de Liquidez	Activo corriente/Pasivo Corriente	2,2	3,2	2,3	2,2	1,9	3,0
Capital de Trabajo (En U\$S)	Activo corriente-Pasivo Corriente	1.854.721	5.473.264	3.009.855	6.985.837	2.529.411	12.145.959
Indice de Liquidez	Capital de Trabajo/Activo total	0,14	0,34	0,18	0,31	0,14	0,44
EBIT (En U\$S)	Res.Operativo antes Int.e Imp.	5.695.281	6.652.866	6.090.787	9.631.931	6.986.230	12.998.661
EBITDA (En U\$S)	Res.Operativo antes Int.,Imp y Dep.	5.955.991	6.966.972	6.314.599	9.849.649	7.192.851	13.250.724
Indices de Endeudamiento	Pasivo Total/Patrimonio neto	13,2%	18,3%	15,2%	34,4%	20,1%	28,9%
	Pasivo Total/Activo Total	11,6%	15,5%	13,2%	25,6%	16,7%	22,4%
Rentabilidad de los Activos	EBIT/Total del Activo	43,8%	40,7%	35,6%	42,8%	39,6%	47,1%
Indices de Rentabilidad							
Margen de utilidad	Resultado Neto/Comisiones	46,4%	46,0%	39,5%	43,8%	26,9%	36,6%
ROA	Resultado Neto/Activo Total	38,4%	37,9%	31,7%	36,4%	24,3%	32,2%
ROE	Resultado Neto/Patrimonio Total	43,5%	44,8%	36,6%	48,9%	29,2%	41,5%

- Los niveles de **liquidez** tienen una tendencia oscilante en los últimos 3 años. En 2008 registra valores decrecientes en todos los ratios respecto a 2007, en particular **el ratio Capital de Trabajo/Activo Total decrece un 22%**. El resto del Sistema, sin embargo, registra una tendencia oscilante, pero el citado ratio en 2008 crece 42% respecto al 2007.
- Existe un magro desempeño de la **Reserva Potencial de Tesorería (Activo Corriente menos Pasivo Corriente)** con una reducción respecto al año 2007 de 16%, aunque sigue siendo superior a la registrada en 2005 y 2006. Por su parte, la capacidad de los Activos para generar rendimientos, medida a través del EBIT y del EBITDA, tuvo un crecimiento moderado del 14,7% y 13,9% respectivamente.
- Los indicadores de **endeudamiento (Pasivo Total/Patrimonio Neto y Pasivo Total/Activo Total)** registran un crecimiento respecto al año anterior que se ubica en el entorno del 30%; en los tres últimos años el crecimiento del nivel de endeudamiento ha sido una constante. Por su parte, si bien el resto del Sistema registró en 2008 una reducción de sus indicadores de endeudamiento respecto al año anterior, estos siguen siendo superiores (**peores**) que los de República AFAP.
- Los ratios de **rentabilidad** volvieron a descender por cuarto año consecutivo, esta vez en forma más pronunciada que el año anterior (se redujeron en 32% el Margen de Utilidad, 23,3% el ROA y 20,2% el ROE). El resto del Sistema si bien en general tuvo una rentabilidad menor que el año anterior, sus ratios son por segundo año consecutivo superiores los de República AFAP.

Capítulo III
Sobre el Fondo de Ahorro Previsional al 31/12/2008

A) República AFAP

- El Fondo de Ahorro Previsional (FAP) de República AFAP al 31/12/2008 –sin considerar la Reserva especial- es \$ 39.377.548.955 (treinta y nueve mil trescientos setenta y siete millones quinientos cuarenta y ocho mil novecientos cincuenta y cinco pesos) lo que, valuado al tipo de cambio del cierre del ejercicio (\$ 24,350) equivale a US\$ 1.617.147.801. La Reserva especial ascendió \$ 214.670.640 lo que, a la misma cotización, equivale a US\$ 8.816.043. En consecuencia, el Fondo total administrado por República AFAP (la suma de ambos conceptos) asciende a \$ 39.592.219.595, equivalentes a US\$ 1.625.963.844. Los activos totales del FAP administrados por República AFAP (FAP + Reserva especial), decrecieron levemente durante 2008 un 3,68% en pesos corrientes, no así en dólares (-14,95%) y en unidades reajustables (-13,52%), como lo muestra el siguiente cuadro:

FONDO DE AHORRO PREVISIONAL MAS RESERVA ESPECIAL (Indices 12/2007 = 100)								
Mes	FAP + RE (\$)	Ind FAP (\$)	FAP+RE (US\$)	Ind FAP(US\$)	FAP+RE (UI)	Ind FAP (UI)	FAP+RE (UR)	Ind FAR (UR)
31/12 2007	41.103.765.904	100,00	1.911.803.065	100,00	23.701.860.168	100,00	120.652.125	100,00
31/01/2008	41.115.914.371	100,03	1.955.479.614	102,28	23.662.473.740	99,83	120.666.533	100,01
29/02/2008	41.241.753.595	100,34	1.978.116.629	103,47	23.572.104.250	99,45	120.869.123	100,18
31/03/2008	41.948.662.232	102,06	2.061.865.924	107,85	23.761.562.384	100,25	116.423.808	96,50
30/04/2008	42.532.638.835	103,48	2.132.068.717	111,52	23.831.814.218	100,55	117.341.128	97,26
31/05/2008	42.972.488.275	104,55	2.176.373.172	113,84	23.966.808.854	101,12	119.083.546	98,70
30/06/2008	43.504.291.912	105,84	2.240.410.542	117,19	24.075.424.412	101,58	120.303.888	99,71
31/07/2008	43.782.698.485	106,52	2.280.942.875	119,31	23.938.052.753	101,00	120.903.263	100,21
31/08/2008	44.430.722.003	108,09	2.307.250.455	120,68	24.151.069.198	101,90	122.385.197	101,44
30/09/2008	42.489.826.005	103,37	1.981.801.586	103,66	22.885.826.783	96,56	116.232.153	96,34
31/10/2008	33.377.883.094	81,20	1.441.809.205	75,42	17.858.685.444	75,35	90.617.047	75,11
30/11/2008	36.559.910.298	88,95	1.526.509.825	79,85	19.491.342.058	82,24	97.096.939	80,48
31/12/2008	39.592.219.595	96,32	1.625.963.844	85,05	21.058.571.137	88,85	104.341.072	86,48
		- 3,68		- 14,95		- 11,15		- 13,52

- Respecto a la **Composición del FAP** al cierre del ejercicio destacamos:
 - Alto porcentaje de títulos del literal A con una inversión del 59,55%, habiendo llegado a su tope reglamentario. Dentro de este grupo, los instrumentos de mayor participación son los Bonos Globales en moneda extranjera (22,69%), especialmente los emitidos en dólares (19,38%); los Bonos del Tesoro en UI (5,33%) y las Notas del Tesoro en UI (13,58%) del total invertido por República AFAP.
 - La participación de las inversiones del literal B descendió en forma importante respecto al nivel de los últimos años, tanto en República AFAP (20,93%) como en el conjunto del Sistema (23,73%), alejándose del tope fijado por ley. Continúa en descenso la inversión en instituciones financieras correspondientes al literal C, tanto en República AFAP (4,03%) como en el total del Sistema (3,40%). Sin embargo, es de destacar que las colocaciones referidas a los literales D, F y H se mantienen en bajos niveles respecto al FAP, no es así respecto al conjunto de valores de este tipo emitidos en la plaza, ya que durante 2008 existió una sola emisión realizada por FOSA (Forestal Oriental S.A.) por un total de treinta y cinco millones de dólares. Hacemos notar que el crecimiento registrado para las colocaciones del literal D en diciembre 2008 respecto a diciembre 2007 fue de 28,64% (pasó de 4,19% a 5,39%).
 - Contrariamente a lo ocurrido en años anteriores las **Disponibilidades Transitorias** crecieron durante 2008: pasaron de 0,99% en diciembre 2007 a 3,43% en diciembre 2008 sobre el total del FAP.
- El posicionamiento de República AFAP en moneda extranjera que venía evolucionando en forma descendente durante todo el año anterior (29,45% al 31/12/2007) y buena parte del presente (27,10% al 30/09/2008), volvió a elevarse al cierre de 2008 (34,67% frente a 65,53% en moneda nacional).
- Los niveles de **Rentabilidad Año Móvil** (enero-diciembre 2008) fueron muy negativos en todas las unidades de medida (-22,72% en UR, -23,27% en dólares y -13,92% en pesos corrientes); dicha rentabilidad tuvo la misma estructura que la del Conjunto del Sistema de Ahorro Previsional, aunque las tasas de República AFAP fueron levemente superiores (menos negativas) que las del Sistema, ya que esta Administradora ocupó el segundo lugar en el ranking de rentabilidad.

- Durante el ejercicio enero-diciembre 2008, la rentabilidad del FAP administrado por República AFAP S.A. se situó siempre por encima de la tasa mínima del Sistema (Art. N° 117 de la Ley N° 16.713), por lo que no se requirió integración alguna desde la Reserva especial hacia el FAP (Art. N° 122 de la citada Ley); sin embargo, ambas rentabilidades tuvieron un pico máximo en agosto 2008 y un descenso pronunciado hasta noviembre 2008. Tampoco fue necesario durante el ejercicio constituir el **Fondo de Fluctuación de la Rentabilidad**, dado que no se verificaron las condiciones fijadas por la ley (Artículos 118, 119 y 120 de la Ley N° 16.713).

B) Sistema de Ahorro Previsional

- La **ubicación de República AFAP en el ranking de rentabilidad** del Sistema ha tenido en los últimos años algunos cambios. En el inicio ocupó el cuarto lugar en el ranking de rentabilidad año móvil en unidades reajustables; dicha posición a diciembre de 2008 medida en UR es el segundo lugar. Si consideramos la posición de los últimos años móviles anualizados, República AFAP ocupa al 31/12/2008 la tercera posición; lo mismo sucede si consideramos la posición desde el inicio del Sistema, anualizada y medida en UR.

Ranking según rentabilidad en UR al 31/12/2008			
	Posición Año Móvil en UR x AFAP	Posición 5 años Móviles en UR x AFAP	Posición desde el inicio en UR x AFAP
República AFAP SA	2	3	3
UniónCapital AFAP S.A.	4	2	1
Afinidad AFAP S.A.	1	1	2
Integración AFAP S.A.	3	4	4

- Como síntesis de los principales indicadores al 31/12/2008 se ha elaborado el siguiente cuadro comparativo de la performance de República AFAP S.A. respecto al resto del Sistema (Sistema sin República AFAP) y al Total del Sistema (Sistema).

Síntesis comparativa de indicadores al 31/12/2008			
Concepto	R A F A P	Sist. Sin R A F A P	Total del Sistema
Cantidad de Afiliados	317.592	524.251	841.843
Cantidad de Cotizantes	224.476	285.402	509.878
Fondos en pesos	39.377.548.955	30.562.978.823	69.940.527.778
Fondos en Dólares	1.617.147.801	1.255.153.134	2.872.300.935
Recaudación en pesos	313.841.677	292.475.916	606.317.593
Recaudación en dólares	12.888.775	12.011.331	24.900.107
Indicadores			
% de afiliados	37,73%	62,27%	100%
% de cotizantes	44,03%	55,97%	100%
% de cotizantes/cartera	71,69%	55,12%	61,36%
% Fondos AFAP/Sistema	56,30%	43,70%	100%
% Recaudación x AFAP	51,76%	48,24%	100%
Fondo U\$S/Cantidad de Cotiz.	7.204,10	4.397,84	5.633,31
Recaud. U\$S/ Cant. Cotiz.	57,42	42,09	48,84
Cant. Cotiz./Cant. Afil.	70,68%	54,44%	60,57%

A través de estos indicadores República AFAP continúa teniendo una muy buena presencia en el mercado de la administración de los Fondos de Ahorro Previsional. Destacamos que detenta el 37,73% de los afiliados, mejora su posición respecto a quienes cotizan regularmente (44,03%); tiene una participación de 56,30% del total del FAP y el 51,76% de la recaudación.