

República AFAP S.A. - DRAFT

Perfil

República AFAP S.A. (RAFAP) es una Administradora de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP), está constituida como una sociedad anónima y es de capital estatal. Comenzó a operar en enero de 1996 a partir de la reforma previsional que implantó un régimen mixto y requirió 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 octubre'23 reunía un 38,5% de los afiliados, un 53,9% de participación en el subfondo de acumulación y un 59,5% en el subfondo de retiro y el 63% 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 en moneda local.

Íntegros controles de riesgo operativo. La Administradora posee dos auditorías además de la auditoría externa. Una obligatoria que evalúa el control interno realizada por Deloitte 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 (gestión de calidad desde 2005), ISO 27.001 (sistemas de información, desde 2013), entre otros. Además se destaca que obtuvo el Premio Iberoamericano en la categoría Oro y el de Trayectoria Excelente por haber sido premio Oro en tres ocasiones.

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 volumen 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.

Muy buen desempeño: RAFAP se ubicaba a sep'23 en el primer puesto en los ranking de rentabilidad neta real anual proyectada (en U.R.), tanto en aquel que considera la rentabilidad durante los últimos tres como cinco años.

Cambios en Puestos Jerárquicos: La compañía ha presentado históricamente una elevada permanencia en sus puestos jerárquicos. Sin embargo, durante 2021 y 2022 se evidenciaron ciertos cambios incluyendo la designación del nuevo Presidente, quedando el anterior como vicepresidente, lo que favorece la estabilidad. Asimismo, la entidad se vio impactada por la ley de topes salariales para empresas privadas de propiedad estatal y la renuncia del Gerente de Inversiones, ya reemplazado con anterioridad a junio 2022. En enero 2023 Federico Barbato fue designado Gerente Comercial y en a misma fecha Adriana Olazábal, quien se desempeñaba

Informe Integral

Calificaciones

Calificación Nacional de Administradores de Activos M1(Uy)

Perspectiva Estable

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimientos de Calificación de Administradoras de Activos, Registrado ante el Banco Central del Uruguay.](#)

Informes Relacionados

[Fitch Upgrades Uruguay to BBB; Outlook Stable, June 7 2023](#)

Analistas

Analista Principal
Pablo Deutesfeld
Director Asociado
pablo.deutesfeld@fixscr.com
+54 11 5235 8100

Analista Secundario y Responsable del Sector
María Fernanda López
Senior Director
mariafernanda.lopez@fixscr.com
+54 11 5235 8130

anteriormente como Gerente de Administración y Finanzas, comenzó a desempeñarse como Subgerente General, al tiempo que María Laura Cubría fue designada Gerente de Administración y Finanzas.

Principales modificaciones que introduce la Reforma Previsional: Las principales modificaciones que entraron en vigencia con estas modificaciones son que aumenta la edad jubilatoria a 65 años (aunque existen excepciones), que se modifica el cálculo del sueldo básico jubilatorio para el tramo de solidaridad, se modifica la distribución de los aportes, se crea un nuevo subfondo, el subfondo crecimiento, se crea el suplemento solidario y se establece un nuevo régimen de Ahorro voluntario y complementario, se permite quedarse en actividad luego de jubilarse, se habilita el acceso anticipado a parte o la totalidad de un sueldo ahorrado. Estas modificaciones entraron en vigencia el 1 ero de diciembre de 2023.

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.

Ubicación Casa Central: 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: Hector Nilo Perez Suarez

Tipo de Organización: Administradora de Fondos de Ahorro Previsional

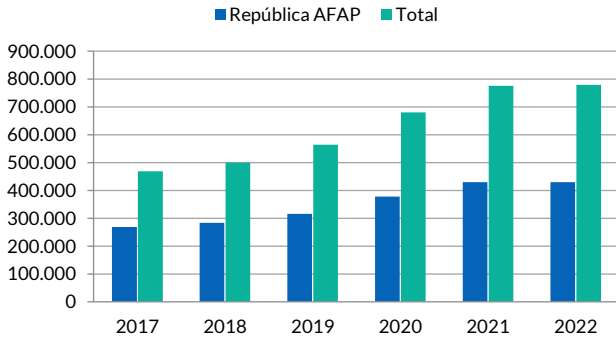
Vicepresidente: Cr. Luis Costa Ferreiro

Inicio: Enero de 1996

Director: Pablo Alejandro Delgrosso Abrinis

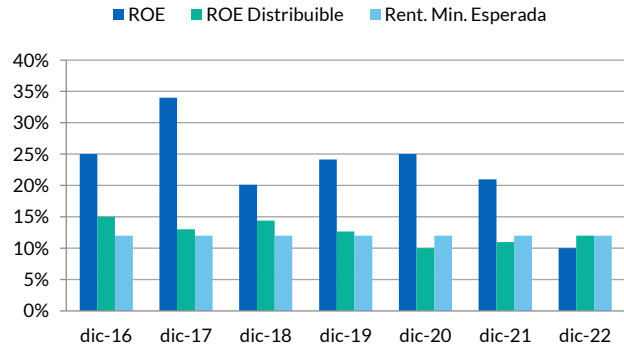
Gerente General: Cr. Romín Silva García

Activos Bajo Administración (RAFAP)
(millones de pesos uruguayos)



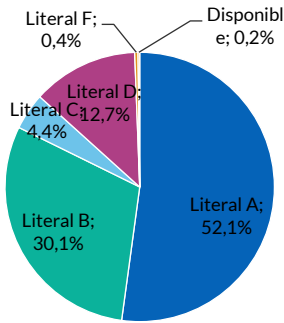
Fuente: Banco Central del Uruguay.

Indicadores de Rentabilidad



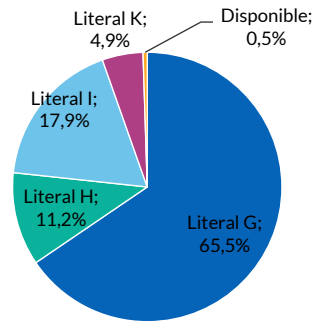
Fuente: República AFAP S.A.

Composición del Subfondo de Acumulación (Al 30-9-23)



Fuente: República AFAS.A.

Composición del Subfondo de Retiro (Al 30-9-23)



Fuente: República AFAP S.A.

*Ver referencia de Literales en Glosario.

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.

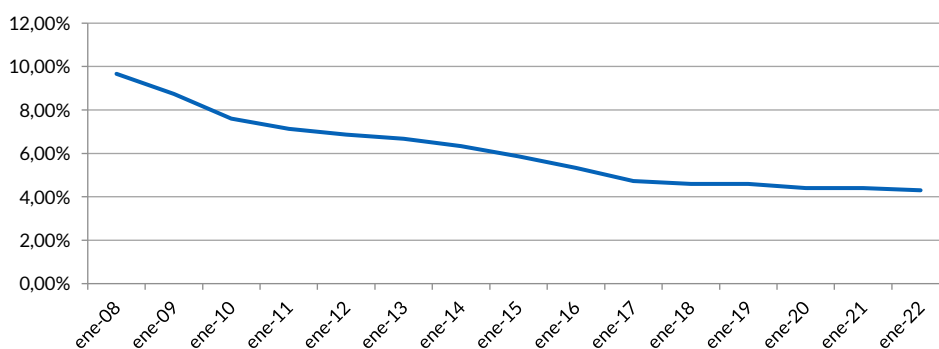
Asimismo, se destaca la fortaleza del principal accionista, BROU, entidad que tiene el respaldo del Estado Uruguayo, calificado en escala internacional de largo plazo por Fitch en BBB Perspectiva Estable en moneda extranjera y en moneda local.

En tanto, en los últimos cinco ejercicios (2018-2022), RAFAP obtuvo resultados positivos, reflejando un ROE (Utilidad sobre patrimonio al inicio) de un 10.1% en promedio, mientras que el ROE distribuible para el mismo período alcanzó el 12.1%. Además, las comisiones de administración deducida a los afiliados representan en promedio más del 96% 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.

La ley de Desafiliación de las AFAPS "Cincuentones", (Ley 19.590), estableció que pueden desafiliarse o renunciar al Régimen Mixto, quienes tuvieran 50 años o más al 01.04.16 y/o que hayan sido afiliados obligatoriamente al Régimen Mixto y sus ingresos hayan superado en alguna oportunidad el nivel 1 (monto vigente \$71.726) entre el 01.04.96 y el 31.03.18. Esto derivó en que RAFAP, al igual que el sistema registre desafiliaciones significativas, aunque en línea con las presupuestadas, principalmente en el subfondo de retiro. El menor volumen administrado, implicará menores ingresos por comisiones para RAFAP, aunque se espera que siga obteniendo adecuados niveles de rentabilidad.

La rentabilidad de la Administradora medida a través del ROE alcanzó a dic'22 un ROE del 10% por debajo del valor registrado un año atrás del 23%, esto se debió a una pérdida de la reserva especial, esto es un contexto atípico (ROE < ROE distribuible), y se debe a que la Reserva Especial está en cuotas del Subfondo de Acumulación. El Valor Cuota de este subfondo bajó en el 2022, ósea la Reserva Especial tuvo una pérdida lo que generó esta situación particular. La rentabilidad de la Administradora estuvo por debajo de la mediana de los últimos 5 años que fue

Evolución de la Comisión



Fuente: República AFAP S.A.

del 24.1%. En tanto, el ROE distribible fue del 12% (11% a dic'21 y promedio del 12.2% en los últimos 5 años). El menor ROE registrado en los últimos años se explica en parte por las sucesivas bajas de comisión de Administración que realizó la entidad. La compañía rebajó al 4.3% la comisión a partir de enero'22. Dado el menor margen que posee la Entidad, no se esperan en el futuro cercano bajas significativas en dicha comisión.

Experiencia de la compañía

República AFAP nace en enero de 1996, con una experiencia de 26 años en la industria, y demuestra una fuerte sustentabilidad y presencia en el mercado. RAFAP poseía a octubre'23 reunía un 38,4% de los afiliados, un 53,9% de los fondos de acumulación y 59,5% de los fondos de retiro y el 51.9% de los fondos mensuales recaudados del sistema.

La Administradora registra el mayor market share pero además posee los afiliados de más alto poder adquisitivo, producto de una estrategia fuerte basada en resultado a los Asesores Previsionales. Del total de los afiliados de la administradora aproximadamente un 42.1% son cotizantes. La elevada participación de cotizantes se fundamenta principalmente a la política comercial definida para captar personas de mayores ingresos y de regularidad. También el objetivo consiste en captar jóvenes con mejores niveles de educación, con mayor expectativa de salario.

Independencia corporativa

RAFAP posee 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 determina 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 a septiembre 2023 un total de 229 personas, 4 en el Directorio, 206 efectivos y 19 a término (incluye 5 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. Adicionalmente, el Área de Comunicación Institucional depende directamente de la Gerencia General.

El Área de Prevención y Gestión de Riesgos se encuentra operativo desde Julio de 2011 y depende directamente del Directorio.. El Área de Auditoría Interna se separó en Julio del 2017, del sector de Prevención y Gestión de Riesgo, 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 fue anteriormente el Subgerente General y el Supervisor del área de Prevención y Gestión del Riesgo.

Por su parte, la Gerencia de Inversiones está compuesta por nueve profesionales. La misma se conforma por el Gerente de Inversiones, quien fue designado recientemente luego de ocupar el cargo de Jefe de la División de Estudios desde 2019 y habiendo ingresado al equipo de inversiones en 2013; por tres Jefes (Mesa de Inversiones, Mercado Privado Local y Mercado Internacional), 4 analistas de inversiones y un analista de 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 19 personas lideradas por la Gerente, que es el encargado de garantizar el cumplimiento de la normativa legal, impositiva, contable y bancocentralista. El departamento cuenta con 4 Jefes (Administración General, Administración de Personal, Tesorería y Valoración y Contabilidad del FAP), 7 analistas, 3 asistentes y 4 auxiliares.

Por su parte el departamento de Servicios Previsionales se encuentra integrado por 61 personas a cargo del Gerente. De la gerencia dependen directamente cuatro divisiones (Estadística y Actuarial, Gestión Previsional, Servicio al Cliente, y Asesoría Letrada Previsional). Cuenta con 2 jefes, 5 mandos medios, 8 analistas, 6 asistentes, 11 auxiliares y 29 ejecutivos de servicio al cliente.

El departamento comercial se conforma de 86 personas a cargo del Gerente Comercial. De dicha gerencia dependen divisiones (Montevideo e Interior) y cuenta con 2 jefaturas, 6 mandos medios, 2 analistas, 2 asistentes, 55 ejecutivos de ventas (asesores previsionales y ejecutivos departamentales) y 19 pasantes/auxiliares.

Comunicación Institucional, depende directamente de la Gerencia General consta de 1 jefatura, 1 mando medio y 7 analistas.

El departamento de Gestión lo integran 19 empleados y su gerente. Está conformado por Tecnología, Gestión de Calidad, Gestión de Personas y El Coordinador de Gestión de Datos. La jefa de Tecnología, tiene a su cargo 12 personas, el oficial de seguridad tiene a cargo un colaborador y el jefe de gestión de personas a dos colaboradores.

Por su parte, el Área de Prevención y Gestión de Riesgo cuenta con 8 colaboradores a cargo de la Supervisora General de Riesgo, cuya función es la Administración integral de los riesgos de la empresa. Los analistas se desempeñan en las divisiones de Riesgo Operativo, Riesgo Financiero y Riesgos Tecnológicos. Adicionalmente, el Área de Auditoría Interna se compone de un Supervisor General de Auditoría Interna y dos analistas 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

Principales modificaciones que introduce la Reforma Previsional

- **Aumenta la edad mínima necesaria para acceder a la jubilación normal a 65 años**, aunque existen excepciones que permiten acceder antes de esa edad. Las personas ya jubiladas, retiradas y pensionistas de todas las entidades previsionales no sufrirán cambios de ningún tipo en sus prestaciones.
- **Se modifica el cálculo del sueldo básico jubilatorio para el tramo de solidaridad**. Se tomarán en cuenta los mejores 20 años de aportes. La forma de cálculo para el tramo de ahorro individual no se modifica, al igual que hasta ahora se calculará teniendo en cuenta: el saldo que haya acumulado en su cuenta de ahorro individual, la tabla de expectativa de vida, la probabilidad de generar pensiones de sobrevivencia, la tasa de interés y el tope de márgenes de utilidad de la aseguradora que correspondan.

- Se **modifica la distribución de aportes** para los trabajadores que ingresen al mercado de trabajo en una actividad amparada por alguna de las entidades de Seguridad Social a partir del 1/12/2023.
- Se crea el **Subfondo de Crecimiento**. Los aportes destinados al Fondo de Ahorro Previsional se verterán exclusivamente en el Subfondo de Crecimiento hasta que el afiliado cumpla 41 años de edad, momento a partir del cual el saldo acumulado en su cuenta de ahorro individual será transferido al Subfondo de Acumulación.
- Se crea el **Suplemento solidario** y se establece un **nuevo régimen de Ahorro voluntario y complementario**.
- Se crea la **Agencia Reguladora de Seguridad Social (ARSS)**.
- Se posibilita **continuar en actividad luego de jubilarse**, cumpliendo ciertas condiciones previstas en la ley.
- Se habilita el **acceso anticipado a parte o la totalidad del saldo ahorrado**, cumpliendo ciertas condiciones previstas en la ley.
- Estas modificaciones entraron en vigencia el 1 ero de Diciembre de 2023.

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.

A partir del 2022, la firma auditora Deloitte sustituyó a Stavros Moyal y Asociados en la realización del informe trienal del Sistema Integral de Gestión de Riesgos y el informe sobre la Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo. Ambos informes son requeridos por el BCU.

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. El mismo está integrado por dos miembros del Directorio y la Gerencia General, sin perjuicio de que puedan asistir quienes los miembros crean pertinentes. A las reuniones del Comité están presentes como invitados permanentes los miembros de Auditoría Interna.

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.

Desde el 2017, 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. Durante 2018 se trabajó en la gestión y monitoreo de los riesgos en tiempo real. La Administradora cuenta con semáforos con alertas para visualizar los riesgos.

El medio por el cual se tratan los riesgos con la Gestión de la organización es a través del Comité de Riesgo, conformado por el Presidente, 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 tuvo cambios en su estructura, desempeñándose desde este año como Supervisora General de Riesgo, Malena Aliaga Minatta. Se incorporó dentro del área al factor de Riesgo Tecnológico y se absorbió la función de protección de datos personales. Adicionalmente se sumó un especialista para profesionalizar el Riesgo de Cumplimiento. Actualmente se identifican, evalúan, monitorean y controlan los siguientes riesgos: Riesgo Estratégico, Riesgo Operativo, Riesgo de Cumplimiento, Riesgo Tecnológico, Riesgo Financiero, Riesgo Reputacional, Riesgo de Lavados de Activos y Riesgo de Sobornos.

Asimismo, la supervisora del área es partícipe de los Comités de la Reforma de Seguridad Social, donde participan especialistas en todos los grupos de trabajo. De esta manera RAFAP, a través de APGR participa en el análisis de la reforma de previsión social por factor: Riesgo Tecnológico, Operativo, Financieros, Reputacionales, Cumplimiento, Lavado de Activos y Estratégico.

Adicionalmente, participaron en el análisis de perfil de riesgo de los subfondos según la asignación de capital planteada por la Dirección de Inversiones.

El Área de Prevención y Gestión de Riesgo también 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 para cada factor de riesgo definido en la Política de Riesgo (operativos, financieros, reputacionales, de cumplimiento, de lavado de activos, de soborno y estratégicos) y una matriz de Riesgo Integral, que contiene todas las anteriores, arrojando una medición única 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, de contrapartes y de indicadores de rentabilidad. Asimismo, poseen control de límites de inversiones, del uso del teléfono en la mesa de inversiones y de límites en SIOPEL.

La Administradora realizó una reestructuración del Área de Prevención y Gestión de Riesgo (APGR). La Auditoría Interna pasó a reportar directamente al Directorio, manteniendo así la separación entre las líneas de defensa, 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 muchos de ellos al L&MA (Sistema de Límites y Márgenes Automáticos). Adicionalmente, durante 2017 se estableció un límite interno por Administrador en el caso de los proyectos y durante el 2020 el regulador estableció un límite por sector de actividad para las inversiones privadas.

Asimismo, RAFAP cuenta con una política de Riesgos Integral y un Código de Buen Gobierno Corporativo y en 2018 adhirió al Código de Administrador de Activos del CFA. 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 está 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.

Adicionalmente durante 2023, RAFAP, confeccionó con el equipo de APGR un software de riesgo, permitiendo unificar la matrices de riesgo, comenzando por Riesgo Operativo con un plan a mediano plazo.

También en 2022 RAFAP se adhirió al Programa G+ y han recibido el certificado de adhesión al programa de antisoborno y Gobierno Corporativo, y durante 2023 realizaron capacitaciones al personal y se ha implementado el programa de autoevaluación, para asegurar que todos los involucrados conozcan las mejores prácticas internacionales relativas a antisoborno y cumplimiento de normas ISO 37001 y 37301.

Administración del riesgo de inversión

A través del informe diario de mercado hay un monitoreo 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, una variable muy 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. Respecto a este punto, luego de los cambios en la valuación de los Certificados de Participación vinculados a la economía real, la Administradora pasó a considerar los mismos como activos con riesgo de tasa de interés, lo que incrementó el cálculo de la duration del portafolio y el Var aunque dentro de los límites establecidos por la Administradora.

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 a partir de 2018 se realiza por factor de riesgo mediante el método lineal y se aplica a cada subfondo (Acumulación y Retiro). 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 significativa 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.

En el 2018 desde APGR se realizó un análisis de stress sobre la liquidez del FAP, evaluando la capacidad del fondo para hacer frente a situaciones excepcionales. Luego, a partir de 2020 se vio la necesidad y APGR realiza un análisis de stress de forma periódica sensibilizando todos factores de Riesgo Financieros.

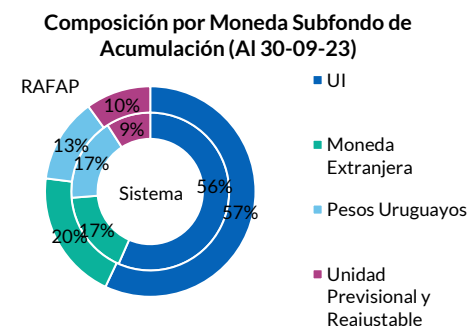
Inversiones

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 dos meses 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 volumen 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.

En tanto, en 2018, RAFAP terminó de formalizar los procedimientos para incorporar las Inversiones Socialmente Responsables (ISR) al proceso de inversión, modelo que fue ajustado en 2019 para que incorpore el cálculo de rendimiento agregado. La compañía a fin de determinar el mismo evalúa a todos los emisores privados o literal B y le asigna un score en aspectos ambientales, sociales y de gobernanza. Se destaca que la Administradora requiere una menor tasa de retorno a aquellos instrumentos o proyectos que tengan impacto positivo ambiental y/o social con fortaleza de Gobierno Corporativo.

Ajuste de la política de Inversiones

RAFAP realizó un ajuste a la política de inversiones. Las políticas se revisan anualmente. Dado a las reformas en la Ley Previsional, y las modificaciones necesarias para adaptarse a las mismas, realizaron este año un ajuste profundo.

La Política de Inversiones determina una serie de disposiciones que enmarcan el accionar de la administración del Fondo de Ahorro Previsional. Dentro de las mismas, se destacan dos:

- i. Determinación de responsabilidades sobre la toma de decisiones de inversión.
- ii. Definición de los perfiles de los subfondos y asignación estratégica de capital asociada a estos.

La asignación estratégica de capital consiste en la estructura del portafolio en el largo plazo. Dicho de otro modo, es la composición del portafolio a nivel de grandes clases de activos a observarse, en promedio, al considerar una ventana amplia de tiempo. Esto se diferencia de la lógica presente en la Política vigente, que determina límites (o sea, porcentajes máximos de cartera) para activos de renta variable (local e internacional).

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, 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.

Recientemente han realizado modelos para calcular y medir la asignación estratégica de capital.

En tanto, durante 2019 se incorporó un indicador de mapa de calor de la actividad económica que se evalúa trimestralmente con el objetivo de desagregar y obtener un mejor entendimiento de la evolución de los distintos sectores de la economía.

Research para las inversiones

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 últimas transacciones realizadas de todos los instrumentos emitidos por el gobierno central y BCU, así como de todos los bonos de renta fija y tasa variable emitidos por estados extranjeros y organismos multilaterales de crédito listados en mercados formales locales y pasibles de ser invertidos por las AFAP. Adicionalmente, se sintetizan los resultados de las últimas licitaciones de instrumentos de regulación monetaria, así como emisiones de deuda local por parte del MEF. También se incorporan los valores y variaciones de arbitrajes de monedas relevantes, así como proyección de inflación y tipo de cambio generadas por RAFAP.

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.

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 propias de la del fondo de pensión.

Las operaciones de las inversiones propias 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, esta se realiza diariamente, conjunto al control de los límites interno de riesgos financieros. Los precios son provistos por el vector de precios del 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 UY. 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 Pensión (en su variante 2000 o UY) 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. Una nueva versión del sistema Pensión se espera que esté lista para mediados de 2024.

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 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 todos los sistemas de la compañía: Pensión, Core (CRM), GxAdmin (ERP), entre otros.

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 ANTEL 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.

Producto de la pandemia y el paso a una modalidad de trabajo remoto/híbrido se reforzaron las medidas de seguridad, incluyendo las conexiones por VPN, con un monitoreo de la información a tiempo real y mayor conectividad. Adicionalmente se encuentra en proceso de cambio el ERP, buscando mayor integración y modernidad. El mayor cambio tecnológico del año 2021 corresponde al cambio en la central telefónica en búsqueda de una mejora en la comunicación interna y externa.

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

Anexo I - Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. –en adelante FIX– reunido el 14 de diciembre de 2023 decidió 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 31.12.22 fueron auditados por el Estudio CPA Ferrere, quien establece que en su opinión 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.

Fuentes

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información:

- Información de gestión suministrada por la compañía
- Balances generales auditados hasta el 31 de diciembre 2022.

Pablo Deutesfeld

María Fernanda López

Anexo II – 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.

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 la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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. 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 SA, 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 SA 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 LÍDER 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 SA (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 SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA 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 SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.