

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

**ACTUALIZACIÓN DE  
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE  
TÍTULOS REPRESENTATIVOS DE  
DEUDA EMITIDOS  
A PARTIR DEL “FIDEICOMISO  
FINANCIERO CASA DE GALICIA”**

*Montevideo, marzo de 2023*

---

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
11	III LA ADMINISTRACION
14	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
16	V EL ENTORNO
18	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**Actualización de la calificación de la emisión de títulos representativos de deuda a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia  
01 - marzo - 2023**

<b>Títulos:</b>	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 150.000.000.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Originalmente Flujo de fondos provenientes de los créditos de Casa de Galicia contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA) hoy extinguido.
<b>Emisor:</b>	República Afisa
<b>Fideicomitente:</b>	Casa de Galicia, institución que dejó de funcionar.
<b>Amortización Capital:</b>	14 años a partir de la fecha de emisión con un año de gracia. Vencimiento: diciembre de 2026
<b>Pago mensual</b>	de intereses, a partir de la emisión efectuada entre el 20 y 24 de diciembre de 2012.
<b>Tasa:</b>	4.5 % efectiva anual en UI.
<b>Garantía:</b>	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC Ley 18.439
<b>Fiduciario:</b>	República Afisa
<b>Entidad Registrante:</b>	BVM
<b>Administración y pago:</b>	República Afisa
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30 de noviembre 2023 <sup>1</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB uy
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de finanzas estructurados administrados por terceros

<sup>1</sup> . La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

## Resumen General

**CARE ha actualizado la calificación de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia manteniendo la calificación BBB.uy**

Una vez conocida la situación de insolvencia de Casa de Galicia y su posterior cierre CARE procedió a ajustar a la baja la nota otorgada. El mantenimiento no obstante del grado inversor se basa asimismo en el fundamento del mismo señalado desde la primera calificación en el año 2012 y que señala:

- *El elemento sustantivo de la calificación, no obstante, es la garantía del Estado no solo en su monto, su definición política, sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en el caso de incumplimiento (Art. 7 del Contrato de Fideicomiso: Alcance y Ejecución del Fondo de Garantía IAMC en que se obliga a cubrir la eventual cuota impaga antes de 48 hs.). En efecto el blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica, y en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico de CG, como indicador del comportamiento futuro, sigue ofreciendo dificultades. Por lo tanto podría ponerse en duda la capacidad de la empresa de pagar los compromisos asumidos. Así lo entendió el gobierno al acompañar los bienes fideicomitidos no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia (tomado de todas las calificaciones emitidas desde 2012).*
- La emisión de estos títulos integró un proceso de reestructura de toda la gestión de CG, que fue aceptado oportunamente por los Ministerios de Economía y Finanzas y de Salud Pública por resolución 403 de fecha 22 de junio de 2011, lo que permitió a la Institución acceder al Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC creado por la ley 18439 del 22/12/2008. Con el respaldo de esa garantía, CG accedió a recursos del mercado de capitales, a partir de la emisión de títulos representativos de deuda del fideicomiso financiero formado por la cesión a éste del flujo de cobranzas de cuotas FONASA necesarias para cubrir el monto de 150 millones de UI más sus intereses y demás gastos.
- Como podía ponerse en duda la capacidad de la empresa de pagar los compromisos asumidos, el gobierno entendió que se debía acompañar los bienes fideicomitidos no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia.
- En diciembre de 2019 se puso en marcha una operación análoga a esta con una emisión de UI 240 millones con el objetivo de seguir fortaleciendo la institución. En virtud de los hechos ya conocidos, no fue suficiente para lograr dicho objetivo.
- Desde que se produjo el cierre de CG y se interrumpió el flujo de fondos provenientes del FONASA, la garantía constituida por el Estado se hizo cargo del pago de las cuotas correspondientes por amortización e intereses de los títulos por lo que el Fideicomiso se encuentra al día. Esto, una vez más, demuestra el respaldo del gobierno al sistema.

## I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos de deuda emitidos por el fiduciario del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia por UI 150.000.000 (unidades indexadas ciento cincuenta millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por Casa de Galicia<sup>2</sup> del Fondo Nacional de Salud<sup>3</sup>, con vencimiento en diciembre de 2026, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso firmado oportunamente. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información recibida, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio<sup>4</sup>.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, más concretamente la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero es pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta fija o variable, o un interés según corresponda<sup>5</sup>.

En este caso se trató de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de UI 150.000.000, amortizables, luego del período de gracia de un año, mensualmente durante los siguientes 13 años. La tasa contractual aplicable es del 4.5 % efectivo anual en UI. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión por los siguientes 12 meses, durante el cual el fideicomiso realizó solamente el pago de los intereses generados. A partir de enero de 2014 comenzó la amortización. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439<sup>6</sup>, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

<sup>2</sup>. El fideicomitente, en adelante CG

<sup>3</sup>. En adelante FONASA

<sup>4</sup>. Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

<sup>5</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

<sup>6</sup>. En adelante la Ley

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató en esta ocasión un informe específico del Dr Leandro Rama que se anexa (Anexo I Informe Jurídico

Especial), a fin de evaluar jurídicamente, ante la situación concursal de la institución, los efectos que pudieran esperarse en la ejecución o activación de la garantía legal y contractual prevista para el supuesto verificado, que es la inexistencia de ingresos de los créditos (cuotas mutuales) oportunamente cedidos a los dos Fideicomisos Financieros (2012 y 2019 respectivamente), como consecuencia del estado de insolvencia de la IAMC Casa de Galicia.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30/11/2023<sup>7</sup>.

## 2. Antecedentes

- La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de Casa de Galicia fue parte de un proceso que abarcó la reestructura de toda la gestión, con la implementación de un cambio general asumido frente al gobierno que lo ha aprobado. Supuso una reestructura de pasivos con pre cancelación con quitas de deudas comerciales del concurso civil, así como las del fideicomiso laboral. Junto a esta reestructuración del pasivo, que es la etapa final de un proceso que incluyó la cancelación de otras deudas, se previó la realización de algunas inversiones así como una recomposición de la liquidez que permitiría entre otros objetivos, mejorar toda la gestión de compra. En definitiva se trató de una etapa decisiva de un proceso de cambios que debería conducir a un equilibrio económico permanente incluyendo el pago de la deuda a contraer.
- Con fecha 22 de diciembre de 2008 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 18.439 por la cual se constituyó el Fondo de Garantía IAMC. Posteriores leyes fueron modificando los montos los que actualmente son: UI 192 millones como saldo de reserva y, en caso de necesidad, hasta UI 162 millones por año de reposición.
- El 16 de octubre de 2009, el Ministerio de Economía y Finanzas y República AFISA constituyeron el denominado "Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC", al cual el primero transfirió: a) los fondos que integraban el Fondo de Garantía IAMC; b) los créditos del Fondo de Garantía IAMC contra rentas generales hasta alcanzar la suma de UI 192 millones y los que surjan en el futuro en caso que los recursos comprendidos en el Fondo de Garantía IAMC deban aplicarse para hacer frente al pago del financiamiento obtenido por las instituciones que se acojan al régimen de la Ley N° 18.439; y c) los derechos y acciones que pueda tener derivadas de la Garantía de Estabilidad. De acuerdo al contrato de constitución, el fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC es República AFISA.
- El Fideicomiso Financiero Casa de Galicia se constituyó entre CG como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante. Está operativo desde diciembre de 2012, fecha en que se realizó la emisión.
- Finalmente, ante la situación de insolvencia manifestada por CG se suceden un conjunto de intervenciones de los tres poderes del estado que dan cuenta de una serie de determinaciones que culminan en la liquidación de Casa de Galicia, la activación de la garantía del fondo de Garantía IAMC y a corto plazo con la ejecución de las contragarantías ofrecidas oportunamente por Casa de Galicia, ya decretada.

<sup>7</sup>. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

- A partir de febrero 2022 el repago de los TD de FF Casa de Galicia I Y FF Casa de Galicia II se realiza con fondos que se transfieren desde FF Fondo Garantías IAMC.

### **Un resumen de los puntos considerados de mayor interés en el proceso de cierre se expone a continuación <sup>8</sup>:**

- Rechazos sucesivos de nuevas coberturas del Fondo de Garantía IAMC.
- Intervención administrativa por Resolución del P. Ejecutivo de fecha 26/10/21.
- Presentación para la declaración de concurso privado en sede judicial
- Intervención de Casa de Galicia dictada por el MSP
- Sanción de la Ley 20022
- Declaración de concurso voluntario dictada por el magistrado según providencia 2539
- Decreto judicial 2881/2021 del 23 de diciembre de 2021 en el que el Juez dispone el cese de actividades de Casa de Galicia a excepción del servicio de IMAE.
- Decreto 305/2022 de 24/02/2022. Liquidación y disolución de la sociedad civil Casa de Galicia por el cual ésta quedó definitivamente sin ingresos por cápitas (créditos cedidos a los fideicomisos para el repago de los títulos de deuda).

### **3. Hechos destacados ocurridos en el semestre**

- En 2022 el FF Fondo IAMC activó la garantía y reconoció un pasivo por el repago de los TD del FF Casa de Galicia y FF Casa de Galicia II. También durante 2022 se remataron los bienes de casa de Galicia hipotecados a favor del FF Fdo IAMC como contragarantía de las emisiones. Luego de deducir a los pasivos asumidos el total a recuperar por la venta de los padrones, se reconoció el aporte que el MEF debería realizar al Fideicomiso para recomponer el Fondo el cual se estima sería recién a finales de este año (2023).

### **4. Objeto de la calificación, información analizada.**

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que se adquirieron los títulos de deuda, en las condiciones de la emisión.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe de calificación de este fideicomiso realizado por CARE y sus sucesivas actualizaciones así como la segunda operación, activa desde fines de diciembre 2019.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2022<sup>9</sup>
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2022
- EE CC del FF Fondo IAMC al 31/12/2022<sup>10</sup>
- Información de RAFISA sobre situación del FF Fondo IAMC.

<sup>8</sup>. CARE elaboró un informe completo desde el punto de vista jurídico sobre el procedimiento que desembocó en el cierre de CG que acompañó como Anexo 1 el informe de actualización de calificación de abril 2022. (ver sitio web de CARE)

<sup>9</sup>. Versión preliminar

<sup>10</sup>. Versión preliminar

## II. LOS TITULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos representativos de Deuda escriturales emitidos por el Fiduciario de acuerdo al documento de emisión con los siguientes detalles.

**Denominación:** Fideicomiso Financiero Casa de Galicia

**Fideicomitente:** Mutualista Casa de Galicia

**Fiduciario:** República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA)

**Agente de Pago:** RAFISA

**Entidad Registrante:** Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)

**Entidad Representante:** BVM

**Títulos a emitir:** Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.

**Activos del fideicomiso:** Flujo de fondos provenientes de los créditos que Casa de Galicia tiene contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA) por los servicios asistenciales prestados a los sujetos comprendidos en el régimen del Sistema Nacional Integrado de Salud, de acuerdo con la Ley N° 18.211 consistente (a la fecha de esta emisión) en los montos que se establecen en el Anexo 1.4 del Contrato de Fideicomiso Financiero (ANEXO 9 del Prospecto). Estos activos han caducado.

**Garantía:** Los Títulos de Deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y Republica AFISA el 16 de octubre de 2009 (en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439), para la emisión de garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva. Garantía operativa.

**Moneda:** Pesos Uruguayos expresados en U.I.

**Importe de la emisión:** U.I. 150.000.000 (ciento cincuenta millones de unidades indexadas) de valor nominal

**Interés:** 4.5 % efectivo anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, sobre la base de un año de 360 días y de meses de 30 días.

<sup>5</sup>. CARE debe aún recibir versión definitiva.

<sup>6</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas generadas por Intendencias Departamentales..." Punto 3

<sup>7</sup>. La IC no ha informado de otras operaciones financieras que las que acá se indican y que supongan cesión de tributos.



**Plazo:** 14 años a partir de la fecha de emisión realizada entre el 20 y 24 de diciembre de 2012.

**Período de gracia:** Desde la emisión y por doce meses; ya vencido.

**Amortización y Pago de intereses:** Luego del período de gracia los títulos se están amortizando en 156 cuotas mensuales con arreglo al cronograma detallado en el prospecto. Las cuotas varían, aumentando lo amortizado luego de los primeros 24 meses.

**Fuente de repago:** Anteriormente cesión de créditos contra el FONASA que tiene CG provenientes de su actividad asistencial, en favor del "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia". En la actualidad provenientes de la activación de la garantía.

**Calificación de riesgo:** BBB.uy

**Oferta pública:** El Fideicomiso y los Títulos de Deuda emitidos han sido inscriptos en el Registro de Valores del BCU.

**Riesgo jurídico de estructura.** Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al beneficiario, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. El riesgo jurídico de estructura, que por sus características, al consolidar la garantía de los títulos, conforma la parte fundamental de la calificación, se sigue considerando prácticamente inexistente en especial dado que se ha comenzado con la activación de la garantía.

En este sentido, al incorporar un nuevo informe jurídico<sup>11</sup> que analiza lo concerniente a la nueva realidad de la desaparición del flujo de cápitas, así como del blindaje de la garantía legal, cabe remitirse el pormenorizado informe de los hechos más relevantes en lo jurídico, sus implicancias y en especial la fortaleza de la garantía. Sin perjuicio de remitirse al "Anexo I Informe Jurídico" que acompañó el informe de actualización de calificación del mes de abril de 2022, se transcriben aquí sus conclusiones finales:

1. *"La IAMC Casa de Galicia, actualmente disuelta y en liquidación judicial, ha dejado de existir como Fideicomitente. En todas sus relaciones con el Fiduciario y los Titulares, deberá actuar el Síndico conforme al artículo 46 numeral 3 de la LC<sup>12</sup>.*
2. *Con el cierre de la IAMC Casa de Galicia (23/12/2021) y la sanción de la Ley 20.022, se cristalizó la imposibilidad absoluta de percepción del flujo de fondos cedido a los fideicomisos; circunstancia que activó la ejecución de la garantía legal prevista y según su diseño convencional.*

<sup>11</sup>. Este nuevo informe acompañó el informe de calificación del mes de abril de 2022

<sup>12</sup>. "El síndico sustituirá al deudor en todos los procedimientos jurisdiccionales o administrativos en curso en que éste sea parte, con excepción de aquellos fundados en relaciones de familia que no tengan contenido patrimonial".

3. *El Fondo de Garantía IAMC está funcionando conforme a lo previsto en la ley y los contratos, quedando obligada Rafisa como fiduciaria de los patrimonios de afectación involucrados, a transferir a la cuenta de los Titulares los montos correspondientes a los valores emitidos en los términos pactados en la convención. A la fecha de este informe no hemos recibido información sobre incumplimientos de la garantía.*
4. *En cuanto a la actuación de los Titulares no se dan los presupuestos para que la Mayoría Absoluta de Titulares en Asamblea disponga la caducidad anticipada<sup>13</sup>. No obstante, podrían modificar algunos términos de la emisión, pero por decisión en Asamblea y por Mayoría Especial de Titulares (art. 25.4 (a) Contrato de Fideicomiso)<sup>14</sup>.*
5. *Por lo anterior y en lo que atañe exclusivamente a los Beneficiarios de los Fideicomisos Financieros, no se ha verificado hasta el momento un incumplimiento que afecte el derecho de crédito emergente de los Títulos de Deuda.*
6. *En cuanto a la garantía en funcionamiento, es de fuente legal la obligación de transferir de Rentas Generales las cantidades suficientes para mantener el Fondo con el tope previsto. Por su parte, los activos inmobiliarios hipotecados a favor del Fondo deberán ser ejecutados en el proceso de liquidación concursal y con su producido pagar las erogaciones de referencia<sup>15</sup>. Por lo cual y salvo un cambio legislativo, no hay posibilidades de falta de liquidez para hacer frente a los servicios de los TD. En última instancia, si una ley modificara las reglas de juego afectando tales fondos, se activaría la garantía de estabilidad del Estado consagrada en el art. 5 de la Ley 18.439.*
7. *En una mirada global y diacrónica sobre el funcionamiento del fideicomiso financiero frente a situaciones concursales, caben al menos dos reflexiones. La primera es confirmar la tendencia del temperamento judicial en cuanto a la aplicación del artículo 68 de la LC sobre los contratos pendientes de ejecución en el sentido de la ley interpretativa 18.937. No se impulsaron acciones rescisorias de los contratos de fideicomiso y en ningún momento los créditos cedidos a los patrimonios fiduciarios fueron considerados como integrantes de la masa activa del concurso. Con lo cual el instrumento del fideicomiso como vehículo de financiamiento mediante la oferta de valores se ve fortalecido como blindaje patrimonial afectado a los fines exclusivos del contrato constitutivo. Lo segundo y no menos importante es que para las IAMC se diseñó un mecanismo legal y convencional especial y privilegiado si lo comparamos con otras entidades en estado de insolvencia. Sin embargo y transcurridos casi 15 años desde su implementación, el sistema de salvataje no parece haber sido suficiente para lograr la estabilidad financiera en este caso. El cumplimiento cabal de los planes de reestructura - condición sine qua non para acceder a la cobertura -, queda en el debe y es un llamado de atención para las demás IAMC que utilizaron el sistema o lo utilicen en el futuro. Por todo lo anterior el riesgo jurídico de estructura sigue siendo mínimo. Riesgo casi nulo.*

<sup>13</sup> La Mayoría Absoluta de Titulares podrá resolver la caducidad anticipada de todos los plazos bajo los Títulos de Deuda, volviéndose exigibles todos los importes vencidos y no vencidos bajo los mismos, en caso de que no ingresaran al Fideicomiso fondos que permitan atender las cuotas de capital y/o intereses, y como consecuencia de ello se incumpla con el pago por un plazo superior a los 50 (cincuenta días) corridos desde la fecha en la cual debió ser realizado el pago.

<sup>14</sup> "TD que representen un valor nominal superior al 75% del capital adeudado en la fecha de la resolución.

<sup>15</sup> Como se ha informado, la mayor parte de los inmuebles que constituían la garantía ya han sido rematados, restando a la fecha un remanente menor que se espera rematar en setiembre de 2022

**Riesgo por iliquidez.** Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *Riesgo bajo*

## III. LA ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato de fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República AFISA a las disposiciones jurídicas vigentes.

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003. Su único accionista es el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU).

Según EE.CC intermedios al cierre del primer semestre del año 2022 la firma alcanza un patrimonio contable de algo más de \$ 799 millones. Esto supone una ligera disminución respecto del cierre del ejercicio anterior (en moneda corriente). La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)</b>			
<b>Concepto</b>	<b>30-Jun-22</b>	<b>31-Dec-21</b>	<b>31-Dec-20</b>
<b>Activo</b>	<b>909.828</b>	<b>951.963</b>	<b>869.245</b>
Activo Corriente	117.223	204.024	199.937
Activo no Corriente	792.605	747.939	669.308
<b>Pasivo</b>	<b>110.445</b>	<b>112.214</b>	<b>95.385</b>
Pasivo Corriente	82.289	84.326	73.727
Pasivo no Corriente	28.156	27.888	21.658
<b>Patrimonio</b>	<b>799.383</b>	<b>839.748</b>	<b>773.859</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>909.828</b>	<b>951.963</b>	<b>869.245</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,42</b>	<b>2,42</b>	<b>2,71</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados, al cierre del semestre mencionado la firma sigue mostrando resultados positivos tal como se muestra en el cuadro siguiente, aunque en este caso, menores respecto al mismo periodo del año anterior.

## Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-22	30-Jun-21	31-Dec-21
Ingresos Operativos	195.705	191.786	383.066
Gastos de Adm y Ventas	(120.538)	(118.542)	(246.739)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>75.167</b>	<b>73.244</b>	<b>136.327</b>
Resultados Diversos	-	-	-
Resultados Financieros	(15.883)	7.702	11.912
IRAE	(8.489)	(17.297)	(30.311)
<b>Resultados del periodo</b>	<b>50.795</b>	<b>63.649</b>	<b>117.927</b>
Otro resultado integral	67	74	8.962
<b>Resultado integral del periodo</b>	<b>50.862</b>	<b>63.723</b>	<b>126.889</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva RAFISA continúa teniendo niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2022, la firma continúa manteniendo la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso

El Contrato de Fideicomiso se celebró entre RAFISA y CG el 10/8/12 y fue autorizado por el BCU el 14/12/2012. Viene cumpliendo con sus obligaciones según lo previsto; en particular se destaca el hecho del correcto funcionamiento de la garantía única fuente de recursos con que cuenta el Fideicomiso luego del cierre de CG.

De acuerdo a los EE.CC al 31/12/2022, su situación es la que se expone en el cuadro siguiente.

## Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31-Dec-22	31-Dec-21	31-Dec-20
<b>Activo</b>	<b>294.596</b>	<b>346.634</b>	<b>439.391</b>
Activo Corriente	81.433	80.933	80.289
Activo no Corriente	213.163	265.701	359.102
<b>Pasivo</b>	<b>282.702</b>	<b>327.214</b>	<b>366.113</b>
Pasivo Corriente	72.352	67.284	63.107
Pasivo no Corriente	210.350	259.930	303.005
<b>Patrimonio</b>	<b>11.894</b>	<b>19.420</b>	<b>73.279</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>294.596</b>	<b>346.634</b>	<b>439.391</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>1,13</b>	<b>1,20</b>	<b>1,27</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Como se ha explicado, a partir del mes de febrero de 2022, se activó la garantía del fondo IAMC lo que le permitió al Fideicomiso estar al día con sus obligaciones, situación que se mantiene hasta la fecha según se desprende de los EE CC analizados (y a lo informado por el fiduciario) y nada permite suponer otra cosa hasta la total cancelación de los títulos.

Cabe recordar, como se señala en el Informe Jurídico realizado oportunamente, que “no se impulsaron acciones rescisorias de los contratos de fideicomiso y en ningún momento los créditos cedidos a los patrimonios fiduciarios fueron considerados como integrantes de la masa activa del concurso. Con lo cual el instrumento del fideicomiso como vehículo de financiamiento mediante la oferta de valores se ve fortalecido como blindaje patrimonial afectado a los fines exclusivos del contrato constitutivo”. Es decir, el Fideicomiso se mantiene vigente y está dentro de sus obligaciones, la aplicación de fuentes de financiamiento alternativas a la principal como ya ocurrió activando la garantía del Fondo IAMC.

### **Riesgos considerados:**

**Riesgo administración,** considerando la idoneidad de la fiduciaria para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera *casi nulo*.

**Riesgo de conflictos,** derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior y dado el tiempo transcurrido, resulta *casi nulo*.

**Riesgo por cambio de fiduciario.** Se encuentra cubierto por las propias disposiciones legales (art. 32 ley 17.703) y contractuales.

## IV. EL ACTIVO SUBYACENTE

El activo subyacente consistía hasta ahora en la cesión de los créditos provenientes del FONASA o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero recogido en el Prospecto de emisión, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del SNIS en el marco de la Ley N° 18.211.

Estas cesiones, desde el comienzo del fideicomiso se cumplieron hasta la liquidación de Casa de Galicia, percibiendo la última en el mes de enero de 2022, de ahí en más, los fondos necesarios para cumplir con sus obligaciones en el repago de los títulos, provinieron de la garantía del fondo IAMC.

### Fondo de Garantía

Por todo lo expuesto, debe recordarse una vez más, que aun en el escenario más adverso, es el Fondo de Garantía IAMC el que cubre el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que componen dicho Fondo. En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas), el flujo de fondos establecido por Ley cubriría anualmente las obligaciones garantizadas. Esto se visualiza en el Cuadro 4.

El Cuadro 4 siguiente muestra las contingencias máximas a cubrir por el Fondo en cada una de las operaciones que garantiza (según RAFISA y referidas exclusivamente a amortización e intereses y colocadas según orden cronológico que es el orden de prelación); con dicha información CARE simuló lo que ocurriría en caso que todas ellas requirieran simultáneamente y por un tiempo prolongado de la asistencia del Fondo (hipótesis por demás improbable).

**Cuadro 4: Contingencias máximas anuales Fideicomiso Financiero Fondo Garantía IAMC (miles UI)**

Año	Ingresos		Egresos							CASMU			Saldo IAMC
	F. IAMC	Eventual	CASMU D	N. CASMU	ASESP	CASMU II	C.G. I	CASMU III	ASESP II	C.G. II	Prestamo (1)	pago total	
2022													- 192.000
2023		162.000	9.621	41.132	30.092	27.471	14.189	8.323	21.265	13.879	11.222	177.194	176.806
2024		162.000	9.437	41.132	30.092	27.471	13.648	8.323	21.265	21.113	21.141	193.622	145.184
2025		162.000		20.566	30.092	27.471	13.107	8.323	21.265	21.272	20.655	162.751	144.433
2026		162.000			30.092	27.471	12.566	8.323	21.265	20.746	20.184	140.647	165.786
2027		152.483			25.076	27.471		8.323	21.265	24.420	19.714	126.269	192.000
2028		72.894						8.323	21.265	24.051	19.255	72.894	192.000
2029		71.652						8.323	21.265	23.290	18.774	71.652	192.000
2030		70.421						8.323	21.265	22.530	18.303	70.421	192.000
2031		62.948						2.081	21.265	21.769	17.833	62.948	192.000
2032		47.238							8.860	21.009	17.369	47.238	192.000
2033		37.140								20.248	16.892	37.140	192.000
2034		35.910								19.488	16.422	35.910	192.000
2035		34.679								18.727	15.952	34.679	192.000
2036		28.341								17.967	10.374	28.341	192.000
2037		17.206								17.206		17.206	192.000
2038		16.446								16.446		16.446	192.000
2039		15.685								15.685		15.685	192.000
2040		1.273								1.273		1.273	192.000
<b>Totales</b>			<b>19.058</b>	<b>102.830</b>	<b>145.444</b>	<b>137.355</b>	<b>53.510</b>	<b>68.665</b>	<b>200.245</b>	<b>341.119</b>	<b>244.090</b>	<b>1.312.316</b>	

Fuente: Elaborado por CARE en base a información de RAFISA  
(1) se considera la totalidad del préstamo autorizado

Como se sabe, el Fondo de Garantía contaba con un saldo de UI 192.000.000 y en caso de utilizarse la ley mandata al MEF a reponer lo necesario hasta completar dicho saldo a razón de hasta UI 162.000.000 anuales. El cuadro precedente demuestra que aún en la hipótesis manejada, el Fondo, tal cual fue diseñado, podría responder haciéndose cargo de todos los compromisos asumidos con los inversores. En efecto, el año 2024, el de mayor monto a cubrir, alcanza a miles de UI 193.622, cifra superior al tope de reposición legal que es de miles de UI 162.000, pero como el Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000 (máximo previsto) podría afrontar ese eventual faltante sin inconvenientes.

A partir de este año 2022 se utilizó por primera vez desde su creación la garantía por un monto anual del orden de UI 28 millones (sumados ambos fideicomisos de Casa de Galicia); queda claro que esto no supone un inconveniente para el Fondo.

Según lo informado por RAFISA no se cuenta aún con la cifra exacta que deberá reponer el MEF para cubrir lo utilizado por el Fondo porque resta liquidar y cobrar la totalidad de la contra garantía lo que se espera habrá de ocurrir sobre fin del año en curso.

A modo informativo se ilustra en el siguiente cuadro la situación patrimonial del FF Fondo IAMC AL 31/12/2022.

<b>Cuadro 5: Estado de Situación del FF Fondo IAMC (millones de \$)</b>		
<b>Concepto</b>	<b>31-Dec-22</b>	<b>31-Dec-21</b>
<b>Activo</b>	<b>3.069</b>	<b>2.953</b>
Activo Corriente	585	1.277
Activo no Corriente	2.484	1.676
<b>Pasivo</b>	<b>1.878</b>	<b>1.827</b>
Pasivo Corriente	164	142
Pasivo no Corriente	1.714	1.685
<b>Patrimonio</b>	<b>1.191</b>	<b>1.127</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>3.069</b>	<b>2.953</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,57</b>	<b>8,99</b>

Fuente: EE.CC FF Fondo IAMC

De acuerdo al cuadro precedente el Fideicomiso contaba al 31/12/2022 con un patrimonio de \$ 1.191 millones que, a la cotización de esa fecha representaba unas UI 212.6 millones y su liquidez es muy alta. Figuran en su activo Cuentas a Cobrar MEF y en su pasivo, *Pasivo por Garantías Ejecutadas*. Se confirma la solvencia de la garantía.

## V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros, que pueden afectar la generación de los flujos necesarios para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, pero que derivan de circunstancias ajenas a la Institución y refieren al marco general, en especial al mercado y a las políticas públicas. En este caso, el análisis tiene una relevancia menor por cuanto, como se ha referido en capítulos anteriores, es la garantía del Estado la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante y por ser un sector muy dependiente de disposiciones de política pública, CARE realizaba hasta ahora en ocasión de cada actualización de calificación, algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud de fuerte intervención oficial. Desde este punto de vista se seguían relaciones de endeudamiento, de precios relativos entre el valor de las cuotas fijado y el IPC, o entre los copagos y éste, todo en función de establecer alarmas sectoriales con eventual efecto en la suerte de cada institución

En este sentido al momento actual carece de sentido realizar este seguimiento, por cuanto el repago de los títulos refiere solamente al cumplimiento de las obligaciones gubernamentales para con el fondo de garantía, cumplimiento que solo puede estar sometido a la consideración del riesgo político desde dos puntos de vista:

1. Primero, hay que tener presente que el riesgo de los títulos de deuda del Fideicomiso depende hoy solo de la estabilidad de la política de garantías establecida. Por lo tanto el riesgo político se vincula más bien a eventuales cambios en la Ley del Fondo de garantía IAMC (Ley 18.439), que no se visualiza como algo probable en el corto y mediano plazo. Este es el principal componente del riesgo político y no evidencia probabilidad de ocurrencia.
2. El siguiente podría derivar de un importante descuido de las cuentas públicas que pudiera desalentar el cumplimiento legal con el fondeo de las garantías, algo altamente improbable. Por otra parte, cabe agregar que el país mantiene un índice de riesgo consistente con el estatus de grado inversor de su deuda pública (83 puntos al 23/02/23, según índice UBI de Republica AFAP). Asimismo se advierte una especial atención en la mejora de los grandes equilibrios macro. Para su consideración se agrega el cuadro que sigue.



## CUADRO 6 EXPECTATIVAS Y METAS MACROECONÓMICAS

Resumen con información al -20-2-2023- Var % respecto al período previo.

	2021	2022	2023	2024
1 PIB Mundo	6,1	3,4	2,9	3,1
2 PIB EEUU	5,7	2	1,4	1
3 PIB CHINA	8,1	3	5,2	4,5
4 PIB BRASIL	4,6	3,1	1,2	1,5
5 Precios commodities	26,8	11,4	-2,5	-2,2

### 6 URUGUAY - METAS PRESUPUESTALES

	2021	2022	2023	2024
PIB Variación real	4,4%	5,40%	2,50%	2,80%
PIB Mills USD	59,32	69,491	73,764	75,969
Formación Bruta Capital fijo	15,20%	6,90%	-4,00%	3%
IPC. Var. respecto al cierre del año previo	8,00%	8,50%	6,7%	5,8%
TC. *supuesto de trabajo* Var. con año previo	4,50%	-2,50%	4,40%	6,30%
Empleo Población ocupada (mills. Pers.)	1,62	1,66	1,69	1,71
Deuda Neta % /PIB	61,7	64	63,8	63,9
Resultado RSPGNF %/ PIB*	-3,2	-2,9	-2,1	-2,0

### 7 ENCUESTA EXPECTATIVAS MENS. BCU- FEBRERO 2023

	2023	2024
PIB Var% respecto al año previo	2,5	2,5
IPC. Var% respecto al cierre del año previo	7,19	6,7
TC \$/USD	42	44,3

Fuentes y Observaciones:

1 a 5 FMI Outlook enero 2023; 6 Resultado ajustado MEF sin Fideicomiso "Cincuentones"

6. Metas en Rend Ctas Mayo 2022 - RSPGNF. Resultado Sector Público y Gobierno No Financiero

7. BCU Encuesta Febrero 2023

\* El resultado fiscal de 2022 (sector público No Financiero sin Ingresos del FFSS) cerró en -2,8% del PIB según Comunicado del MEF

*El riesgo político en sus dos aspectos, y dada a importancia decisiva del primero, se considera bajo.*

## VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB.uy<sup>16</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>16</sup>. **CATEGORÍA BBB.uy.** Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**