

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

Montevideo, setiembre de 2026

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
19	V EL ENTORNO
21	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

**Actualización de la calificación de la emisión de títulos representativos de deuda a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia
15 - setiembre - 2026**

Títulos:	títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 150.000.000.
Activo Fideicomitado:	Originalmente Flujo de fondos provenientes de los créditos de Casa de Galicia contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA) hoy extinguido.
Emisor:	República Afisa
Fideicomitente:	Casa de Galicia, institución que dejó de funcionar.
Amortización Capital:	14 años a partir de la fecha de emisión con un año de gracia (156 cuotas mensuales). Vencimiento: diciembre de 2026
Pago:	Pago mensual de intereses, a partir de la emisión efectuada entre el 20 y 24 de diciembre de 2012.
Tasa:	4.5 % efectiva anual en UI.
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC Ley 18.439
Fiduciario:	República Afisa
Entidad Registrante:	BVM
Administración y pago:	República Afisa
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abril de 2027 ¹
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	BBB.uy
Manual utilizado:	Manual de Calificación de finanzas estructurados administrados por terceros ²

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

² . Disponible en www.care.com.uy

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 de grado inversor.

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. Asimismo, se ejecutó la garantía real compuesta por bienes inmuebles de la institución cuyo producido se cedió al fondo de garantía citado.

Este sistema ha sido mantenido por sucesivos gobiernos de distinto signo político por lo que puede decirse que reúne un importante consenso en consecuencia no cabe esperar cambios en este aspecto.

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 Galicia³ del Fondo Nacional de Salud⁴, 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 juicio⁵.

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 corresponda⁶.

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 18439⁷, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

³. El fideicomitente, en adelante CG

⁴. En adelante FONASA

⁵. 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.

⁶. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

⁷. 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 así como en el del regulador: 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.

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 aprobó. 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 con la ejecución de las contragarantías ofrecidas oportunamente por Casa de Galicia, ya decretada.
- Con tal motivo, CARE contrató un nuevo informe jurídico al Dr Leandro Rama que acompañó como anexo el informe de actualización del mes de abril de 2022. El objetivo era evaluar jurídicamente 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. Sus conclusiones se exponen más adelante.

- 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.
- 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 Fondo IAMC como contragarantía de las emisiones.
- Como consecuencia de este proceso CARE procedió a ajustar a la baja la nota otorgada en ocasión de la revisión efectuada en abril de 2022.
- En el mes de agosto de 2024, el Parlamento aprobó por unanimidad un proyecto de asistencia financiera para el CASMU (previamente intervenida por el PE) dicha institución por \$ 2.184.4 millones, equivalentes a unos USD 56 millones. El 23 de agosto del citado año se promulgó la ley 20325 que permite bajo condiciones especiales, el acceso al Fondo de Garantía para la Reestructuración de Pasivos de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, creado por la Ley N° 18.439, al CASMU-IAMPP para una nueva operación. Esto cobra importancia por la afectación al Fondo de Garantía.

Un resumen de los puntos considerados de mayor interés en el proceso de cierre se expone a continuación⁸ :

- 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 que determina los prestadores de salud a que se destinan los afiliados a Casa de Galicia.
- 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 salientes del semestre

- Puesto que el presente Fideicomiso depende íntegramente del correcto funcionamiento de la garantía del Fondo IAMC, CARE volvió a evaluar la solvencia del mismo sin que se advirtiera riesgo alguno en su funcionamiento.
- Recientemente se planteó un nuevo respaldo del Fondo de Garantía IAMC al CASMU por USD 122 millones. El mismo fue aprobado por la Cámara de Senadores y al momento de redactar este informe está a estudio de la Cámara de Representantes.

⁸. 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)

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 intermedio del Fideicomiso al 30/06/2026
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2026
- EE CC intermedios del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC al 30/06/2026.

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.

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 jurídico⁹ 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 al 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 LC¹⁰.*

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.*

⁹. Este nuevo informe acompañó el informe de calificación del mes de abril de 2022

¹⁰. "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 anticipada¹¹. 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)¹².*
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 referencia¹³. 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.*

¹¹. 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.

¹². TD que representen un valor nominal superior al 75% del capital adeudado en la fecha de la resolución.

¹³. 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

El 23 de agosto del año 2024 se promulgó la Ley N° 20.325 que permite bajo condiciones especiales, el acceso al Fondo de Garantía para la Reestructuración de Pasivos de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, creado por la Ley N° 18.439, al CASMU-IAMPP para una nueva operación. Consultado nuestro asesor jurídico Dr. Leandro Rama aclara que la Ley 20.325 habilita al CASMU-IAMPP acceder al Fondo de Garantía IAMC en forma anticipada, esto es, postergando el cumplimiento de requisitos que en la Ley 18.439 eran previos o concomitantes para acceder al Fondo. Estos son: la aprobación de los planes de reestructuración por el Poder Ejecutivo (el artículo 1 lit. D establece un plazo de 180 días para ello) y, por otro lado, la nueva ley exime “temporalmente” la exigencia de prestar contra garantías (el artículo 1 lit C. dice que se afectarán las garantías constituidas a favor del Fondo, en la medida que se vayan liberando). Finalmente destaca que la fortaleza del Fondo de Garantía no se afecta por la aprobación de esta ley, sino de la forma que a futuro se determine su eventual afectación, dependiente de las propias condiciones del crédito que se apruebe.

Por todo lo anterior el riesgo jurídico de estructura sigue siendo mínimo.
Riesgo casi nulo.

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 al cierre intermedio del primer semestre de 2026, la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 1.064 millones. Esto supone un ligero incremento 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 a la fecha indicada y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-26	31-Dec-25	31-Dec-24
Activo	1.186.247	1.140.156	1.184.971
Activo Corriente	205.801	199.988	185.025
Activo no Corriente	980.446	940.168	999.946
Pasivo	121.649	121.988	131.997
Pasivo Corriente	78.637	83.388	100.178
Pasivo no Corriente	43.012	38.600	31.818
Patrimonio	1.064.598	1.018.168	1.052.974
Pasivo y Patrimonio	1.186.247	1.140.156	1.184.971
Razón Corriente	2,62	2,40	1,85

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-26	30-Jun-25	31-Dec-25
Ingresos Operativos	266.526	281.773	498.965
Costo de los servicios	(116.135)	(106.095)	(230.777)
Resultado Bruto	150.391	175.677	268.188
Gastos administrativos	(66.312)	(63.980)	(125.413)
Resultado Operativo	84.078	111.698	142.776
Resultados financieros	2.779	(13.368)	(10.686)
Resultados antes de IRAE	86.857	98.329	132.089
IRAE	(15.488)	(16.186)	(23.017)
Resultado del Ejercicio	71.369	82.143	109.072
Ajustes integrales	61	61	(364)
Resultado integral del periodo	71.430	82.204	108.708

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2026, la firma sigue 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 10/08/2012 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 intermedios al 30/06/2026, su situación es la que se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-26	31-Dec-25	31-Dec-24
Activo	42.534	83.464	160.690
Activo Corriente	42.534	83.464	83.304
Activo no Corriente	-	-	77.386
Pasivo	41.034	79.824	153.942
Pasivo Corriente	41.034	79.824	77.689
Pasivo no Corriente	-	-	76.253
Patrimonio	1.501	3.640	6.748
Pasivo y Patrimonio	42.534	83.464	160.690
Razón Corriente	1,04	1,05	1,07

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Está previsto que los títulos emitidos por este fideicomiso se cancelen en el mes de diciembre de los corrientes, eso se ve reflejado en el cuadro precedente en que al cierre del primer semestre de 2026 no había saldos contables en el activo ni en el pasivo no corrientes.

Como se ha señalado, 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 y nada permite suponer otra cosa hasta la total cancelación de los títulos. Canceladas las obligaciones correspondientes al primer semestre del corriente año resta únicamente amortizar UI 6.1 millones.

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 inicialmente en la cesión de los créditos provenientes del FONASA o entidad que en un futuro lo sucediera, 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 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 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); puede observarse que ya no figuran en el cuadro las operaciones garantizadas con Casa de Galicia pues ya no se trata de una contingencia sino un compromiso real por lo que figuran en el pasivo de los estados contables.

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	Ingreso Eventual	Egresos		CASMU				Saldo IAMC
		ASESP	CASMU II	CASMU III	ASESP II	BROU *	Total pagos	
2025								192.000
2026	72.264	15.046	13.736	4.162	10.633	28.688	72.264	192.000
2027	138.361	25.076	27.471	8.323	21.265	56.225	138.360	192.000
2028	84.674			8.323	21.265	55.086	84.674	192.000
2029	83.512			8.323	21.265	53.923	83.511	192.000
2030	82.360			8.323	21.265	52.772	82.360	192.000
2031	74.967			2.081	21.265	51.621	74.967	192.000
2032	59.337				8.860	50.477	59.337	192.000
2033	49.318					49.318	49.318	192.000
2034	48.167					48.167	48.167	192.000
2035	47.016					47.016	47.016	192.000
2036	40.298					40.297	40.297	192.000
2037	28.352					28.352	28.352	192.000
2038	27.713					27.713	27.713	192.000
2039	28.595					28.595	28.595	192.000
2040							-	192.000
Totales		40.122	41.207	39.535	125.818	618.253	864.933	

Fuente: Elaborado por CARE en base a información de RAFISA

* Son 4 operaciones garantizadas por préstamos del BROU al CASMU, la última del 4/06/2025 por UI 159,8 millones originalmente, los saldos fueron estimados por CARE

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. Puede verse que en ningún caso dicha eventualidad supera el monto total de UI 162 millones que es el máximo legal anual a reponer por parte del MEF.

A partir del año 2022 se utilizó por primera vez desde su creación la garantía para atender los compromisos asumidos por los fideicomisos de Casa de Galicia; queda claro que esto no supuso un inconveniente para el Fondo¹⁴; como se desprende del Cuadro 4, los futuros eventuales aportes son decrecientes por lo que no se advierten dificultades en este sentido.

A modo informativo se ilustra en el siguiente cuadro la situación patrimonial del FF Fondo IAMC al cierre intermedio del 30/06/2026.

¹⁴. Además el Fondo cuenta con fondos propios (colocaciones financieras) que son utilizados en caso de ser necesario, además por supuesto de los fondos provenientes de la ejecución de las garantías reales.

Cuadro 5: Estado de Situación del FF Fondo IAMC (millones de \$)

Concepto	30-Jun-26	31-Dec-25	31-Dec-24
Activo	2.892	2.891	3.051
Activo Corriente	313	375	316
Activo no Corriente	2.578	2.516	2.735
Pasivo	1.617	1.658	1.766
Pasivo Corriente	196	220	219
Pasivo no Corriente	1.420	1.437	1.547
Patrimonio	1.276	1.234	1.285
Pasivo y Patrimonio	2.892	2.891	3.051
Razón Corriente	1,60	1,70	1,44

Fuente: EE.CC FF Fondo IAMC

De acuerdo al cuadro precedente el Fideicomiso contaba al cierre de junio de 2026 con un patrimonio de \$ 1.276 millones que, a la cotización de esa fecha (\$ 6,6011) representaba algo más de UI 193 millones y su liquidez es muy alta. Puede comprobarse que a la fecha de cierre del semestre su patrimonio superaba el tope legal; esto es así porque el Fideicomiso cuenta con recursos propios como consecuencia de sus colocaciones financieras lo que significa que, en caso de necesidad, los recursos a reponer por parte del MEF son menores a los supuestos en el Cuadro 4. Sin mencionar que, tal como ha ocurrido en el caso de Casa de Galicia, al ejecutarse la garantía real se recuperan (al menos en parte) los recursos utilizados en el respaldo de los títulos emitidos.

En relación a lo comentado, figuran en su activo Cuentas a Cobrar MEF así como cuentas por cobrar por concepto de venta de inmuebles al ejecutarse la garantía de Casa de Galicia (el comprador fue el Círculo Católico del Uruguay); en el pasivo, se registran las deudas asumidas para la cancelación de los TD emitidos por los fideicomisos de Casa de Galicia. Se comprueba la solvencia del Fideicomiso de Garantía para hacer frente a los compromisos asumidos.

Se reitera cómo se interpreta lo dispuesto legalmente en caso de usarse la garantía tal como ha ocurrido. La Ley 18.439 en el Artículo 2 establece que en caso de que los recursos deban aplicarse al pago de las garantías, se realizarán nuevos aportes desde Rentas Generales, por el monto máximo anual autorizado, hasta la cancelación total del financiamiento obtenido por las instituciones.

El acumulado de los resultados provenientes de las inversiones que la Fiduciaria realiza para mantener el patrimonio del Fideicomiso, ha generado excedentes por sobre las UI 192 millones, los que por el contrato del Fideicomiso de Garantía queda afectado a responder por las garantías otorgadas.

Dado que el contrato de Fideicomiso no prevé que el MEF (Fideicomitente y Beneficiario) pueda hacer retiro de dicho excedente y que todo el patrimonio del Fideicomiso de Garantía respalda las garantías emitidas, se entiende no se requiere preceptivamente la recomposición de los fondos utilizados durante el período finalizado el 31 de diciembre de 2025 desde Rentas Generales, ya que la capitalización de los resultados generados por las inversiones financieras puede hacer las veces de aporte en la medida que el Fondo se mantenga en UI 192.000.000. Esto sigue siendo válido hasta la fecha.

Riesgos considerados: El riesgo acá considerado es el riesgo político vinculado a la eventual pérdida de apoyo del sistema político al Fondo de Garantía. *Riesgo bajo.*

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

Dadas las circunstancias, 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 de importancia en la Ley del Fondo de garantía IAMC (Ley 18.439), que no se visualiza como algo probable en el corto y mediano plazo. Más aún, la ley 20325, comentada oportunamente, ratifica su alcance. No se advierte riesgo de cambio en esta política tal como ha quedado demostrado en sucesivos cambios de gobierno.
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 (63 puntos al comienzo del mes de setiembre de 2026, según índice UBI de Republica AFAP). Se advierte, además, una especial atención en la mejora de los grandes equilibrios macro por parte de las sucesivas conducciones económicas.

Para su consideración se agrega el cuadro que sigue.

CUADRO 6: Expectativas y metas macroeconómicas

Uruguay	2024	2025	2026	2027
PIB: Variación interanual (1)	3,30%	1,80%	1,00%	1,80%
IPC anual (1)	5,80%	3,90%	4,30%	4,70%
Tipo de cambio (USD) s/promedio de diciembre (1)	44,00	39,10	40,50	41,40
Resultado Fiscal (GC-BPS en % s/PIB) -MEF-3,20%	-4,10%	-4,00%	-3,50%	
Deuda Neta (GC y BPS) (como % PIB)	58,00%	57,70%	58,00%	61,90%
Riesgo País (3)	79	66	63	
Mundo (2) "Perspectivas de la economía mundial"	2024	2025	2026	2027
Mundo (variación PBI)	3,30%	3,30%	3,00%	3,40%
USA	1,80%	2,10%	2,30%	2,20%
Alemania	-0,20%	0,20%	0,70%	1,00%
Japón	0,20%	1,10%	0,60%	0,70%
China	5,00%	5,00%	4,60%	4,10%
India	6,50%	7,30%	6,40%	6,70%
Brasil	3,40%	2,50%	2,40%	2,20%
México	1,40%	0,60%	1,20%	1,90%

(1) CPA Ferrere-Proyecciones Macro-julio 2026

(2) FMI, Actualización de las Perspectivas de la Economía Mundial a julio 2026

3) Riesgo País a fin del año 2024 y 2025 y 2/09/ 2026

El riesgo político en sus dos aspectos, y dada la 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.uy¹⁵ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

¹⁵. **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.**