

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

Montevideo, marzo de 2025

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II LOS TÍTULOS DE DEUDA
10	III LA ADMINISTRACION
13	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
17	V EL ENTORNO
18	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

Actualización de la Calificación de la Emisión del FF Nuevo Casmu Actualización de la 11 - marzo - 2025

Títulos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 373.000.000.
Activo Fideicomitado:	Créditos CASMU IAMPP contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
Fiduciario y Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	CASMU IAMPP
Amortización Capital:	26 cuotas semestrales iguales y consecutivas a partir de noviembre de 2012 luego del periodo de gracia de dos años.
Intereses:	pago semestral de intereses conjuntamente con la amortización de capital
Tasa:	5.75% en UI
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
Asesor Jurídico CASMU IAMPP:	Estudio Olivera Abogados
Administración y pago:	República AFISA
Entidad Registrante:	BEVSA.
Calificación de riesgo:	A.uy
Vigencia de la calificación:	hasta su cancelación en mayo 2025 ¹ .
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

¹. 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 Nuevo CASMU" manteniendo la calificación A.uy de grado inversor.

Se destaca que este Fideicomiso habrá de cancelar los títulos objeto de esta calificación el próximo mes de mayo del corriente año. En consecuencia, esta actualización adquiere un carácter especial por cuanto determinados análisis de riesgo, habituales en la metodología de CARE, en estas circunstancias carecen de sentido.

- El objetivo de esta calificación es evaluar el riesgo del inversionista o beneficiario financiero de recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más el interés ofrecido.
- La emisión de estos títulos culminó un proceso de cambios institucionales y de reestructura de pasivos con la conformidad de los acreedores originales y la supervisión de los Ministerios intervinientes. La emisión se realizó asimismo como consecuencia de la formulación de una política de amplio consenso, destinada a garantizar ese proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del viejo CASMU, a través de medidas que se han extendido a otras Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC).
- El blindaje jurídico de los títulos de deuda, en especial la garantía del Estado conferida y el modo de organizarla, sigue constituyendo la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico del CASMU, como indicador del comportamiento futuro, ofrece ciertas dificultades.
- Por lo tanto, el Fideicomiso de cuotas FONASA asociados a la institución podría no constituir en sí mismo una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado de inversión para los títulos como la que se ha otorgado. Así lo han entendido tanto el gobierno como la propia Institución, al acompañar los bienes fideicomitados no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia; como se comprobó en ocasión del cese de Casa de Galicia.
- El Fideicomiso se ha desempeñado con normalidad; está al día y los títulos emitidos habrán de cancelarse el próximo mes de mayo.
- Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja, que se analizó en su momento en el Informe Jurídico, de litigios que puedan afectar el funcionamiento de la garantía, más aún dado el tiempo transcurrido; a la conformidad con todas las disposiciones en vigencia; la principal fortaleza del repago de los títulos, que hace que puedan alcanzar el grado inversor, se vuelve a subrayar que estriba en la fortaleza de la garantía del Estado, en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este Fideicomiso y de otros de análoga naturaleza), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida como ya ha quedado demostrado.
- Tampoco se ha visto afectado el Fideicomiso ante las dificultades financieras de pública notoriedad por la que atraviesa la institución demostrando la fortaleza del instrumento.

I. INTRODUCCION

1. Alcance y marco conceptual de la calificación²

CARE Calificadora de Riesgo fue contratada para actualizar la calificación de los títulos de deuda emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión S.A. por UI 373.000.000 (unidades indexadas trescientos setenta y tres millones) de valor nominal, provenientes de la securitización del activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin fines de Lucro del Fondo Nacional de Salud (FONASA) por un plazo de 15 años en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso oportunamente firmado. Los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC. Según estructura financiera oportunamente descrita, CASMU IAMPP – el fideicomitente- transmitió la propiedad fiduciaria del activo financiero referido a República Afisa según contrato de fideicomiso financiero de oferta pública.

La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El riesgo del inversionista o beneficiario financiero que se califica, es el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés, en este caso³.

Esta operación consistió en una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de UI 373.000.000, amortizables en 26 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 20.565.973, comprendiendo las mismas, capital e intereses, pagaderas a partir del 21 de noviembre de 2012. El interés es 5.75 % anual en UI desde la fecha de la emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda. Por tanto se estableció un período de gracia de dos años, con pago semestral de intereses de UI 10.723.750 pagaderos a partir del 21 de noviembre de 2010, período que terminó el 21 de noviembre de 2012. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439 fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 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 por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. CARE contó en su momento con el asesoramiento jurídico del estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause.

². CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con fines distintos para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

³. ver "Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas..." Punto 3.

2. Antecedentes

Los antecedentes detallados de esta emisión, que culmina un proceso de cambios institucionales y de reorganización del capital de la institución pueden consultarse en la calificación original en www.care.com.uy. Un resumen de este proceso sería el siguiente:

- La formulación de una política pública, de amplia base de sustentación, destinada a garantizar un proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del antiguo CASMU.
- Vinculado a lo anterior, el ajuste de la naturaleza jurídica del anterior CASMU, a una entidad comparable a las del sistema IAMC, capaz de adquirir por sí compromisos varios.
- La aceptación por parte de los ministerios competentes del proceso de reestructura.
- La aceptación por parte de los acreedores de la nueva situación con cambios en las obligaciones originales.
- La constitución de la garantía por parte del Estado al proceso del blindaje jurídico tanto de reestructuración de pasivos, como de provisión de nuevos fondos provenientes de la emisión que se califica, para lograr capital de trabajo, pagar créditos laborales y otros, y recuperar garantías.
- En febrero de 2022 el Fondo de Garantía fue activado por primera vez ante el cierre de Casa de Galicia. Quedó de esta manera comprobada su eficacia al hacerse cargo desde entonces del repago de esas operaciones.
- El 17/06/2024 CASMU se presentó ante el MEF solicitando acceder al régimen del Fondo de Garantía IAMC fundamentando dicha solicitud en el hecho que la institución se encuentra en un estado grave de dificultad económica y financiera. Con fecha 29/07/2024, Presidencia de la República dispuso la intervención de la institución por el plazo de hasta un año, sin desplazamiento de las autoridades.
- Con fecha 14/08/2024 el Parlamento aprobó (por unanimidad) un proyecto de ley que dispone el acceso al CASMU al Fondo de Garantía por la suma de hasta \$ 2.184 millones. El acceso a dicha garantía permitirá a la institución acceder a nuevo financiamiento a efectos de reestructurar el endeudamiento actual.

3. Hechos salientes ocurridos en el periodo

- Según informó RAFISA a CARE, el nuevo préstamo del BROU al CASMU garantizado por el fondo IAMC, se realizó en tres operaciones por un total de UI 195.7 millones a 16 años de plazo con dos años de gracia para amortización de capital. El interés pactado fue de 4,19 % efectivo anual. Este préstamo se efectivizó sobre finales de 2024 y se recoge más adelante en el Cuadro 4.

- A la fecha de emisión de los EE CC del Fideicomiso al 31/12/2024 esta situación no ha afectado la percepción de los flujos de fondos provenientes del FONASA.
- Los títulos emitidos por este Fideicomiso se cancelarán en el próximo mes de mayo, restando una sola cuota del orden de UI 20 millones (incluyendo intereses); en consecuencia, el análisis referido al contexto económico del sistema de salud en general y del CASMU en particular carece de sentido por cuanto no cabe ninguna duda que esta operación habrá de cancelarse satisfactoriamente como se desprende de sus EE CC al 31/12/2024.

4. Objeto de la calificación, información analizada.

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo de 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:

- Calificaciones realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones de este y otros fideicomisos análogos.
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/06/2024
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2024
- EE CC financieros del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC correspondientes al 31/12/2024.

II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Los títulos de deuda a recalificar nuevamente son los títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública emitidos a partir del Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU, según documento de emisión que está disponible en los sitios web habituales del BCU. Resumen los elementos salientes de la emisión:

Fideicomitente:	CASMU Institución de Asistencia Médica Privada Profesionales Sin Fines de Lucro (CASMU IAMPP)
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)
Garante:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC
Agente de Pago:	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Entidad Registrante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Agente Fiduciario:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Títulos emitidos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Activo Fideicomitado:	Flujo de fondos provenientes de los créditos que CASMU IAMPP 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.
Garantía:	Los títulos de deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y RAFISA el 16 de octubre de 2009, en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439, para la emisión de las garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439.
Importe de la emisión:	UI 373.000.000 (trescientos setenta y tres millones de unidades indexadas) de valor nominal.
Interés:	5,75 % lineal 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: 15 años desde el 21 de mayo de 2010, siendo el vencimiento final el 21 de mayo de 2025.

Plazo de gracia: Dos años, con pago de intereses en 4 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 10.723.750 pagaderas a partir del 21 de noviembre de 2010 ya cumplido.

Amortización y Pago de intereses: Los títulos de deuda se están amortizando en 26 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 20.565.973 comprendiendo las mismas capital e intereses, a partir del 21 de noviembre de 2012.

Calificación de riesgo: A.uy

Riesgos considerados

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 tiempo transcurrido fortalece las conclusiones iniciales. 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. El 23 de agosto de 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. Riesgo casi nulo.

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir rápidamente de los títulos constituye un atributo intrínseco de los mismos, aunque las características del mercado local ofrecen posibilidades limitadas. Riesgo bajo.

III. LA ADMINISTRACIÓN

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 de junio 2024 la firma alcanza un patrimonio contable de \$ 988 millones. Esto supone un nuevo 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 y su comparativo con períodos anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-24	31-Dec-23	31-Dec-22
Activo	1.094.603	1.042.188	948.196
Activo Corriente	173.801	154.257	134.716
Activo no Corriente	920.802	887.931	813.480
Pasivo	106.833	107.225	94.486
Pasivo Corriente	74.382	76.809	62.770
Pasivo no Corriente	32.451	30.416	31.716
Patrimonio	987.769	934.963	853.709
Pasivo y Patrimonio	1.094.603	1.042.188	948.196
Razón Corriente	2,34	2,01	2,15

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 (y crecientes) tal como se muestra en el cuadro siguiente.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-24	30-Jun-23	31-Dec-23
Ingresos Operativos	264.495	225.148	428.372
Gastos de Adm y Ventas	(159.967)	(130.898)	(287.187)
Resultado Operativo	104.527	94.250	141.185
Resultados Diversos	-	32	-
Resultados Financieros	4.011	(10.213)	(9.481)
Resultados antes IRAE	108.538	84.069	131.704
IRAE	(15.793)	(19.507)	(30.349)
Resultados del periodo	92.745	64.562	101.355
Otro resultado integral	61	67	(5.970)
Resultado integral del periodo	92.806	64.629	95.385

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 30 de junio de 2024, 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

Mediante contrato celebrado el 29 de abril de 2010 entre RAFISA y CASMU, se constituyó el Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU. El mismo se encuentra amparado bajo las disposiciones de la Ley 17.703 del 27 de octubre de 2003. El 7 de mayo de 2010 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2010/093).

Desde su creación se viene cumpliendo normalmente con lo proyectado. Se recuerda que esta emisión fue diseñada para ser amortizada en dos cuotas anuales (con vencimiento en los meses de mayo y noviembre) durante 13 años una vez vencido el plazo de gracia en octubre de 2012. Cada cuota es de UI 20.565.973 que incluye amortización de capital e intereses y la última cuota vencida y cancelada fue la de noviembre 2024; es decir, está al día con sus obligaciones restando una sola cuota para cancelar los títulos del orden de UI 20 millones.

El estado de situación del Fideicomiso al 31/12/2024 se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: Estado de Situación del Fideicomiso			
Concepto (miles \$)	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo	131.025	336.046	534.407
Activo Corriente	131.025	248.570	258.203
Activo no Corriente	-	87.476	276.204
Pasivo	125.048	346.372	535.798
Pasivo Corriente	125.048	228.790	208.243
Pasivo no corriente	-	117.582	327.555
Patrimonio	5.978	(10.326)	(1.391)
Pasivo y Patrimonio	131.025	336.046	534.407
Razón Corriente	1,05	1,09	1,24

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Se puede observar que en los EE CC del cuadro precedente no hay saldos en los componentes no corrientes de las partidas de Activo y Pasivo. Esto es así porque en mayo de 2025 el Fideicomiso procederá a cancelar la totalidad de los títulos pendientes y a partir de esa fecha comenzará su proceso de liquidación de acuerdo a lo establecido en el Contrato (Notas 1 y 5.4 a los EE CC al 31/12/2024).

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad 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 sin que se plantearan conflictos se *considera 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 Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en la cesión del flujo de fondos Fonasa así como los derechos que el fideicomitente tuviera derivados de la garantía del estado establecida en el art. 5 de la ley 18.439.

Sin perjuicio de la garantía legal de cumplimiento de las obligaciones, correspondía evaluar en este capítulo la capacidad de la Institución de continuar en marcha prestando los servicios correspondientes, a partir del seguimiento del desempeño económico reciente expresado en sus balances.

En este caso, al encontrarse el Fideicomiso en la etapa final y habiendo evaluado CARE con razonable certeza que habrá de cancelarse la última cuota sin inconvenientes el próximo mes de mayo, no corresponde el análisis de la institución por tener nula incidencia en el cumplimiento de lo antedicho.

2. Fondo de Garantía IAMC

Como se sabe, el Fondo de Garantía IAMC (el Fondo) garantiza este y otros fideicomisos (de la misma institución y otras) por lo que corresponde analizar qué pasaría en caso de un incumplimiento generalizado (circunstancia extremadamente improbable; incluso la eventualidad de no cumplimiento de la última cuota de este Fideicomiso).

En tal sentido, debe recordarse una vez más, que aun en el escenario más adverso, el Fondo es suficiente para cubrir el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que lo componen. En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas), el flujo de fondos establecido por la Ley cubriría las obligaciones garantizadas. Esto se visualiza en el cuadro que se presenta a continuación.

Como se ha mencionado, el Fondo cuenta 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, de acuerdo al incremento del tope anual dispuesto por la Ley 19.357 del 15/12/2015. CARE simuló un escenario en función de las obligaciones para con los títulos emitidos de cada uno de los fideicomisos (incluye préstamo) garantidos por el Fondo (amortización e intereses)⁴.

⁴ Los fideicomisos están ordenados según orden cronológico lo que determina el orden de prelación en caso de ser necesario

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

Año	Ingreso	N. CASMU	Egresos		C.G. I	CASMU III	ASESP II	C.G. II	CASMU		CASMU *	II pago total	Saldo IAMC
	Eventual		ASESP	CASMU II					Préstamo	Préstamo			
2024	95.074											-	192.000
2025	162.000	20.566	30.092	27.471	13.107	8.323	21.265	21.272	20.655	8.202		170.953	183.047
2026	162.000		30.092	27.471	12.566	8.323	21.265	20.746	20.184	22.184		162.831	182.216
2027	157.651		25.076	27.471		8.323	21.265	24.420	19.714	21.598		147.867	192.000
2028	93.906					8.323	21.265	24.051	19.255	21.012		93.906	192.000
2029	92.079					8.323	21.265	23.290	18.774	20.426		92.078	192.000
2030	90.261					8.323	21.265	22.530	18.303	19.841		90.262	192.000
2031	82.203					2.081	21.265	21.769	17.833	19.255		82.203	192.000
2032	65.907						8.860	21.009	17.369	18.669		65.907	192.000
2033	55.223							20.248	16.892	18.083		55.223	192.000
2034	53.407							19.488	16.422	17.497		53.407	192.000
2035	51.590							18.727	15.952	16.911		51.590	192.000
2036	44.667							17.967	10.374	16.325		44.666	192.000
2037	32.945							17.206		15.740		32.946	192.000
2038	31.600							16.446		15.154		31.600	192.000
2039	30.253							15.685		14.568		30.253	192.000
2040	1.273							1.273				1.273	192.000
Totales		20.566	85.260	82.413	25.673	52.019	157.715	306.127	211.727	265.465		1.206.965	

Fuente: Elaborado por CARE en base a información de RAFISA

* CASMU Préstamo II, estimado por CARE en base a información RAFISA

El cuadro precedente recoge dos novedades respecto al mismo cuadro presentado en la anterior actualización, por un lado se da de baja al denominado FF CASMU D por haberse cancelado en 2024 y por otro se agrega un nuevo crédito otorgado al CASMU tal como se da cuenta en otra sección de este informe. Este crédito fue otorgado en tres tramos sobre finales del año 2024 a 16 años de plazo con pago mensual de intereses y amortizaciones, aunque éstas se comenzarán a abonar luego de un periodo de gracia de dos años. A efectos de simplificar su incorporación al cuadro de referencia, se estimó el costo total anual que eventualmente podría afectar al Fondo de Garantía asumiendo las tres operaciones agregadas y por el mismo periodo de tiempo (Columna CASMU Préstamo II)

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 2025, el de mayor monto a cubrir, alcanza a miles de UI 170953, 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 del año 2022 se utilizó por primera vez desde su creación la garantía por un monto anual variable y que para el año 2025 es del orden de UI 34.5 millones (sumados ambos fideicomisos de Casa de Galicia); queda claro que esto no supuso un inconveniente para el Fondo; como se desprende del Cuadro 4, los futuros aportes a esos fideicomisos 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 término del año 2024.

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

Concepto	31-Dec-24	31-Dec-23	31-Dec-22
Activo	3.051	3.047	3.069
Activo Corriente	316	1.073	585
Activo no Corriente	2.735	1.974	2.484
Pasivo	1.766	1.846	1.878
Pasivo Corriente	219	211	164
Pasivo no Corriente	1.547	1.635	1.714
Patrimonio	1.285	1.201	1.191
Pasivo y Patrimonio	3.051	3.047	3.069
Razón Corriente	1,44	5,09	3,57

Fuente: EE.CC FF Fondo IAMC

De acuerdo al cuadro precedente el Fideicomiso contaba al 31/12/2024 con un patrimonio de \$ 1.285 millones que, a la cotización de esa fecha (\$ 6,169) representaba unas UI 208.3 millones y su liquidez es muy alta. Puede advertirse que a esa fecha, el patrimonio del Fondo representa una cifra superior el tope legal. 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). El monto que le corresponde al Fondo ascendió a UI 94.8 millones a pagarse en 14 años con una tasa de interés efectiva anual de 4,5 % y se viene cobrando en tiempo y forma.

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.

Al cierre del período de seis meses finalizado el 30 de junio de 2024 el acumulado de los resultados provenientes de las inversiones que la Fiduciaria realiza para mantener el patrimonio del Fideicomiso, ha generado un excedente por sobre las UI 192 millones, el cual 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 30 de junio de 2024 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.**

Se ratifica la solvencia de la garantía.

Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. La cesión de cobranza de FONASA prevista como repago de los títulos no presenta riesgos, en la medida que la Institución siga en marcha. En caso contrario opera la garantía cuya solvencia ha quedado demostrada. *Riesgo muy bajo*

Riesgo de descalce de monedas. Este riesgo es menor por cuanto los ingresos y egresos referidos a los títulos están nominados en la misma moneda.

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. Más aun, por lo ya mencionado anteriormente, al estar el Fideicomiso a menos de dos meses de cancelar la última cuota, este análisis, que acompaña habitualmente estas actualizaciones, resulta irrelevante.

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 A.uy⁶ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Freyre



Cr. Martín Durán Martínez

⁶ CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un riesgo bajo ya que evidencian un buen desempeño y una buena capacidad de pago. 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 satisfacción a los análisis practicados. A juicio del comité calificador solo en casos extremos, eventuales cambios en los activos o sus flujos, en la sociedad emisora, en los sectores económicos involucrados, o en la marcha de la economía, pueden incrementar levemente el riesgo del instrumento, que se muestra discretamente sensible a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. La probabilidad de cambios desfavorables previsible en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**