

Actualización de Calificación de Riesgo de Títulos Representativos de Deuda emitidos a partir del “Fideicomiso Financiero Casa de Galicia”

Montevideo, abril 2016

4	Resumen General
6	i. Introducción
10	ii. Los títulos de deuda
12	iii. La empresa administradora
15	iv. El activo subyacente y el flujo futuro de fondos
21	v. El entorno
23	vi. Calificación de Riesgo
Anexo 1. Información Sectorial de la Salud	

**Actualización de la Calificación
de la Emisión de Títulos Representativos
de Deuda a partir del Fideicomiso
Financiero Casa de Galicia. 14-4-2016**

**Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública
por hasta UI 150.000.000 en una o más series**

Activo Fideicomitado:	Flujo de fondos provenientes de los créditos de Casa de Galicia contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA).
Emisor:	República Afisa.
Fideicomitente:	Casa de Galicia.
Amortización Capital:	14 años a partir de la fecha de emisión con un año de gracia.
Vencimiento:	diciembre de 2026. Pago mensual de intereses, a partir de la emisión.
Tasa:	4.5% lineal anual en UI, pudiendo llegar a un máximo de 6% según serie.
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
Fiduciario:	República Afisa.
Entidad Registrante:	BVM.
Administración y pago:	República Afisa.
Vigencia de la calificación:	hasta el 30/11/2016.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez.
Calificación de riesgo:	A (uy) ¹ .
Manual:	Calificación de Finanzas Estructurados Administrados 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 mantenido la calificación A (uy) de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia.

La emisión de estos títulos integra un proceso cuyos pasos anteriores son relevantes para conferir la nota, de entre los que se destaca lo siguiente:

- La formulación de un programa de reestructura de toda la gestión, con precisos objetivos tanto en responsabilidades asignadas como en tiempos de ejecución.
- El plan de viabilidad fue aceptado 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. Con el respaldo de esta 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 hasta 150 millones de UI más sus intereses.
- Como parte de la reestructura prevista en el llamado Plan de Reestructuración de Casa de Galicia y para alcanzar la sostenibilidad económica financiera, se constituyó este fideicomiso que permitió pre cancelar con quitas dos obligaciones importantes como lo son el concurso civil y el fideicomiso laboral. Asimismo los recursos obtenidos en la emisión posibilitaron la realización de algunas inversiones así como incrementar el capital de giro y mejorar la gestión de compras de CG.
- El elemento sustantivo de la calificación 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. 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 principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de CG, como indicador del comportamiento futuro, sigue ofreciendo, también en este periodo, dificultades. Pese a que la implementación del nuevo plan de reestructura aprobado el 13/11/2014 muestra una mejora relativa en los resultados, estos siguen siendo deficitarios.
- Por lo tanto podría ponerse en duda la capacidad de la empresa de pagar los compromisos asumidos. 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 constituir la de singular eficacia.
- Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja de ocurrencia de litigios que puedan afectar el funcionamiento de la garantía, que se analizó en el Informe Jurídico; 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 subraya que estriba en la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las

obligaciones de este fideicomiso y otros de análoga naturaleza), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida.

- El desempeño futuro de la Institución, para adquirir una situación confortable y mantenerse alejada de utilizar las garantías, se vincula a cambios en toda la gestión y en la propia cultura institucional. De todos estos cambios, el más relevante, por tener efectos permanentes, es el logro de las metas de mejora de gestión aunque hasta el momento no se ha visto reflejado en resultados positivos aunque sí en una mejora relativa como se verá más adelante.
- Una variable clave en la marcha de la institución lo constituye el nivel de afiliados. En tal sentido, se viene registrando desde hace al menos dos años una caída sostenida del padrón social que no favorece la recuperación de los equilibrios económico financieros. El resultado del "corralito mutual" de febrero 2016 vuelve a mostrar una pérdida neta de 1.411 afiliados.

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 Galicia² del Fondo Nacional de Salud³, con vencimiento en diciembre de 2025, 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 presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio⁴.

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 corresponda⁵.

En este caso se trató de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 150.000.000 UI, amortizables, luego del período de gracia de un año, mensualmente durante los siguientes 13 años. El interés es 4.5 % lineal anual en UI. En definitiva, el proceso de colocación de la emisión ocurrió entre el 20 y el 24 de diciembre de 2012 y se recibieron ofertas por UI 287.125.000 habiéndose aceptado un monto de UI 150.000.000 a un precio promedio de 109.48% lo que arroja un interés promedio de 3.05%. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión y durante los siguientes 12 meses, durante el cual el fideicomiso realizó solamente el pago de los intereses generados por los Títulos de Deuda. A partir de enero de 2014 comenzó la amortización. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439⁶, 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 con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha

2. El fideicomitente, en adelante CG.

3. En adelante FONASA.

4. 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.

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

6. En adelante la Ley.

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. CARE contrató en ocasión de la calificación, el asesoramiento jurídico del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause. La vigencia de esta calificación es hasta el 30/11/2016⁷.

2. Antecedentes

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de Casa de Galicia es parte de un proceso que abarca 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. Esto aun no ha ocurrido.

Con fecha 22 de diciembre de 2008 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 18.349 por la cual se constituyó el Fondo de Garantía IAMC, como un patrimonio de afectación independiente, destinado a garantizar el financiamiento de aquellas instituciones de asistencia médica colectiva que presenten planes de reestructuración de sus pasivos con la finalidad de volverlas viables. De acuerdo con lo previsto en el artículo 1° de la Ley, el Fondo de Garantía IAMC se nutría según esa norma de fondos de rentas generales por un monto anual equivalente a UI 64 millones, hasta alcanzar la suma de UI 192 millones. En caso que dicho monto total disminuyera en algún período, el Fondo de Garantía IAMC se volvería a alimentar de Rentas Generales tantas veces como fuera necesario hasta alcanzar la suma total señalada precedentemente. Estos montos se modificaron en la Ley de Presupuesto número 18.719, art. 289, ampliando el monto anual inicial a UI 128 millones, manteniendo el tope en UI 192 millones, monto del que ya se dispone en la actualidad. Finalmente, con fecha 15 de diciembre de 2015 se aprueba la Ley No. 19.357 aumentando el tope anual del Fondo de Garantía IAMCC en UI 34 millones por lo que pasa a ser de UI 162 millones.

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

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

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 18 de enero de 2011 el Consejo Directivo de Casa de Galicia aprobó por unanimidad el Plan de Reestructuración presentado por la Gerencia General, dando su apoyo para su implementación.

Por Resolución 403 de fecha 22 de junio de 2011 el MEF y el MSP (actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo) aprobaron el Plan de Reestructuración de Casa de Galicia, dando cumplimiento así a lo establecido en los artículos 5 y 6 del Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008, reglamentario de la precitada ley.

En la misma resolución los Ministros de Economía y Finanzas y Salud Pública, autorizaron la emisión de una garantía por hasta UI 150 millones (unidades indexadas ciento cincuenta millones) adicionada de los intereses que puedan corresponder, con un máximo del 6% anual, en las condiciones establecidas en la Ley No. 18.439 de 22 de diciembre de 2008 a los efectos de ser utilizada en el llamado "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia" que se califica. También autorizaron la emisión de una garantía por hasta \$ 100.000.000 (cien millones de pesos uruguayos) a los efectos de afianzar un crédito bancario por hasta esa cantidad, que permitiera adelantar parte de los fondos mientras se procesaba la emisión del fideicomiso financiero de oferta pública cuya calificación se actualiza.

Este crédito fue otorgado por el BROU y desembolsado en dos tramos en enero y febrero de 2012 para comenzar a implementar algunas de las medidas propuestas en el Plan de Reestructura aprobado. Estas garantías que se constituyeron a partir de la resolución antes mencionada no son las únicas con afectación al Fondo. Pero como se verá más adelante el mismo alcanzaría para cubrir anualmente todas ellas, aún en la peor hipótesis, es decir la falta de pago simultánea de todas las instituciones con emisión de fideicomisos financieros respaldados con la garantía del Fondo (Cuadros 10 y 11). Aún en este caso el Estado se compromete a reponer el fondo tantas veces como sea necesario (Ley 18.439).

El Fideicomiso Financiero Casa de Galicia se constituyó entre CG como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante.

En virtud de ese contrato de fideicomiso, CG cedió y transfirió al fiduciario parte de los fondos que le corresponde percibir del FONASA (los "Créditos") desde la fecha de notificación a la JUNASA (Junta Nacional de Salud) en las cantidades referidas en el Prospecto, y de acuerdo a la notificación que CG como fideicomitente se comprometió a realizar.

CG es obligada en la Resolución No. 404 del 22 de junio del 2011 a contra garantizar la garantía otorgada, con la hipoteca del inmueble padrón 51175, ubicado en Millán 4478 independientemente de los gravámenes que actualmente lo afecten. La Asamblea General de Socios, en reunión del 19 de julio de 2011, según consta en el acta 004, aprobó toda la operativa propuesta.

Cumplidos los pasos anteriores se constituyó el fideicomiso financiero objeto de esta calificación, sometido a aprobación del BCU.

De esta forma se puso en marcha en lo financiero el plan de viabilidad de la institución que debería conducir al equilibrio de la misma. No habiéndose logrado el mismo, el 11 de noviembre de 2014 se aprobó un nuevo plan de reestructura.

3. Hechos destacados ocurridos en el semestre

- Se aprobó la Ley No. 19.357 con fecha 15/12/15 aumentando el tope anual del Fondo de Garantía IAMCC a UI 162 millones.
- Al cierre del “corralito mutual” de febrero 2016, CG perdió 1.400 afiliados pero COMETT, institución vinculada, ganó 1.300.
- En consecuencia, vuelve a caer el número de afiliados a CG situándose a finales de febrero de 2016 en 52.500.
- Se produjo el cambio de firma auditora a partir de julio de 2015; el ejercicio cerrado en setiembre de 2015 fue auditado por CPA Ferrere.
- El acuerdo de complementación con La Española sigue funcionando en aquellas áreas ya acordadas no habiéndose abordado aún proyectos más ambiciosos.

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 adicional analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe de Calificación realizado por CARE en abril de 2013 y sus sucesivas actualizaciones.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2015.
- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/2015.
- EE.CC de CG al 30/9/15 con informe de auditoría de CPA Ferrere.
- Información sobre cumplimiento total de las metas 1 a 3 por el trimestre octubre a diciembre de 2015; y cumplimiento de la meta 4 por el segundo semestre de 2015.
- Ley No. 19.357 con fecha 15/12/15 aumentando el tope anual del Fondo de Garantía IAMCC a UI 162 millones.
- Resultado del “corralito mutual” de febrero 2016.

ii. Los títulos 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 emitirse:	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).
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, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por dicha Ley No. 18.439.
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. En el caso que hubiera más de una serie, el interés se fijará en el documento de emisión de cada serie pudiendo llegar a un máximo de 6%.
Tipo de licitación:	Por precio
Pago de intereses:	Mensuales desde la fecha de emisión. La primera cuota venció el 31/1/2013
Plazo:	14 años a partir de la fecha de emisión.
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 amortizarán 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: Cesión de créditos contra el FONASA que tiene CG provenientes de su actividad asistencial, en favor del "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia". La Cesión de créditos comprende también todos aquellos créditos o flujo de fondos que en el futuro puedan llegar a sustituir el régimen del FONASA.

Asesores Legales del

Fideicomitente: Guyer & Regules

Calificadora de Riesgo: CARE Calificadora de Riesgo SRL

Calificación de riesgo: A.uy

Oferta pública: El Fideicomiso y los Títulos de Deuda a emitirse 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 dado también el tiempo transcurrido (Puede consultarse el informe jurídico original en www.care.com.uy).

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.

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.

Según EE.CC al 31/12/2015, que cuentan con informe de auditoría independiente (Deloitte), la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 617.932. Esto supone un incremento de 32 % respecto al que tenía al 31/12/2014. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 5,22. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Activo	714.204	535.512	423.444
Activo Corriente	457.830	339.206	278.896
Activo no Corriente	256.374	196.306	144.549
Pasivo	96.271	66.646	47.189
Pasivo Corriente	87.650	59.985	42.543
Pasivo no Corriente	8.621	6.662	4.646
Patrimonio	617.932	468.866	376.256
Pasivo y Patrimonio	714.204	535.512	423.445
Razón Corriente	5,22	5,65	6,56

Fuente: EE.CC RAFISA.

Consecuentemente, la firma sigue incrementando sus ingresos y sus utilidades. En el cuadro siguiente se exponen resumidamente los resultados obtenidos en el ejercicio cerrado a diciembre 2015 en comparación con los dos anteriores.

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

Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos	321.020	270.138	220.682
Gastos de Adm y Ventas	(206.613)	(191.557)	(156.556)
Resultado Operativo	114.408	78.581	64.126
Resultados Diversos	41	597	226
Resultados Financieros	84.555	38.125	26.507
IRAE	(49.938)	(22.255)	(18.441)
Resultados del Ejercicio	149.066	95.047	72.419

Fuente: EE.CC RAFISA.

Los ingresos operativos en el último ejercicio se incrementaron más de 46 % respecto al año anterior y el resultado final resultó 57 % mayor.

En definitiva, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos así como una actividad creciente.

Al 31 de diciembre de 2015, RAFISA mantenía la administración de 42 fideicomisos y un fondo de inversión distribuidos en áreas diversas. A vía de ejemplo, 11 fideicomisos por recuperación de carteras; 14 con intendencias municipales; 6 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para desarrollar parques eólicos entre otros.

El Fideicomiso

El Fideicomiso viene cumpliendo con sus obligaciones según lo previsto. De acuerdo a los EE.CC al 31/12/15, su situación es la que se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 3: EE.CC Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/15	31/12/14
Activo	563.289	547.797
Activo Corriente	66.680	50.091
Activo no Corriente	496.609	497.705
Pasivo	467.858	453.623
Pasivo Corriente	45.853	27.307
Pasivo no Corriente	422.005	426.316
Patrimonio	95.431	94.174
Pasivo y Patrimonio	563.289	547.797
Razón Corriente	1,45	1,83

Fuente: EE.CC Fideicomiso al 31/12/15.

Se desprende del cuadro precedente que, hasta el momento, el fideicomiso se viene desarrollando sin inconvenientes. Tanto su situación patrimonial como de liquidez no ofrecen dificultades.

Culminó el año 2015 habiendo recibido los fondos provenientes del FONASA previstos y se cumplieron en tiempo y forma con los pagos de amortización e intereses de los títulos. En consecuencia, al término del año restan aún por pagar 132 cuotas. El cronograma de cesiones FONASA a percibir así como las

cuotas a pagar a los beneficiarios en concepto de amortización e intereses de los títulos, desde el año 2016 hasta su cancelación se expone en el siguiente cuadro.

Cuadro 4: Cronograma de cesiones FONASA y compromisos a pagar (en miles de UI)

<i>Años</i>	<i>FONASA</i>	<i>Amortización</i>	<i>Intereses</i>
2016	20.400	12.273	5.705
2017	20.400	12.273	5.164
2018	20.400	12.273	4.623
2019	20.400	12.273	4.082
2020	20.400	12.273	3.540
2021	16.800	12.273	2.999
2022	16.800	12.273	2.458
2023	16.800	12.273	1.917
2024	16.800	12.273	1.376
2025	16.800	12.273	834
2026	16.800	12.273	293
Total	202.800	135.000	32.991

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso al 31/12/15.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario. La empresa fiduciaria está autorizada desde el año 2004 por el Banco Central de Uruguay para desarrollar actividades como fiduciario en fideicomisos financieros en el Uruguay. Este riesgo se considera inexistente.

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera inexistente.

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 resulta muy poco probable.

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 consiste 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, tal como se diera cuenta en la sección anterior de este informe se vienen cumpliendo tal cual lo previsto.

La Institución

El juicio que a continuación se expone, valora la capacidad de la CG de generar los flujos necesarios para funcionar dentro de sus objetivos institucionales, y enfrentar todas sus obligaciones, entre ellas lógicamente las referidas al fideicomiso, sin que éste deba apelar a la garantía. Ya se mencionó que ésta es la que explica la calificación obtenida.

Sin perjuicio de la garantía legal de cumplimiento de las obligaciones, corresponde evaluar en este capítulo la capacidad de la Institución de continuar en marcha prestando los servicios correspondientes, a partir del análisis del desempeño económico reciente expresado en sus balances, así como de las proyecciones que realiza la propia entidad acerca de su desempeño futuro.

Uno de los objetivos relevantes del presente capítulo es el análisis de la evolución histórica de las principales variables económicas y financieras, en tanto capaces de determinar el desempeño esperado de los flujos futuros. No obstante se consideran también la calidad asistencial y la estructura organizacional.

En cuanto a la calidad asistencial se entiende que no debería ofrecer dificultades significativas en tanto la Institución es supervisada por el regulador de la calidad del sistema (el MSP). Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. En tal sentido, la institución viene cumpliendo satisfactoriamente con las metas asistenciales dispuestas en la cláusula vigésimo octava del contrato de gestión que suscribieron los prestadores, y que son supervisadas por la JUNASA. En esta oportunidad brinda Información sobre cumplimiento total de las metas 1 a 3 por el trimestre octubre a diciembre de 2015 y meta 4 por el segundo semestre de 2015.

Por otra parte, el llamado Plan de Reestructuración que dio motivo a esta operación contenía propuestas de cambios muy significativos, tanto en el modelo de atención como en la propia organización, todos aprobados por el Ministerio de Salud Pública y el MEF. El mismo no dio los resultados esperados por lo que en noviembre de 2014 se aprueba un plan complementario. Si bien la institución no ha logrado aún revertir los resultados negativos, el cierre

a setiembre de 2015 indicaría que habría una mejora relativa al presentar resultados deficitarios menores a los del ejercicio anterior. Sin embargo, hay que mencionar que la institución cambió de firma auditora precisamente en el último ejercicio cerrado y la nueva firma (CPA Ferrere) no expresa opinión sobre los resultados por considerar insuficiente el alcance de su trabajo.

1. Análisis económico financiero histórico

Riesgos considerados:

- Riesgo de rentabilidad.
- Riesgo de solvencia.
- Riesgo de liquidez.

La información utilizada fue la que surge de los Estados Contables finalizados y auditados correspondientes a los dos últimos ejercicios, esto es, a setiembre de 2015 y 2014. En el comparativo de estos dos ejercicios se reexpresan las cifras de 2014 a valores de setiembre de 2015 pero además se informa que se realizaron ajustes que afectan a los ejercicios anteriores; por esa razón no se incluye en el cuadro comparativo el ejercicio a setiembre de 2013 por no tener dicha información actualizada y ajustada a valores de 2015.

Se reitera que la CG cambió de firma auditora y que en su dictamen aclara que no expresa opinión sobre los resultados al 30/9/15 así como hace algunas salvedades acerca de algunas partidas del estado de situación que, sin embargo, considera que representan, razonablemente en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial de la institución.

Análisis de Rentabilidad

En el cuadro siguiente se han resumido los datos en miles de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los mencionados ejercicios.

Cuadro 5: Estado de Resultados resumidos
(miles de \$ de set 2015)

Concepto	30/9/15	30/9/14
Ingresos Operativos	2.110.691	2.131.481
Costo de Bienes y Servicios	(2.040.312)	(2.082.363)
Resultado Bruto	70.379	49.118
Gastos de Administración y Ventas	(159.095)	(157.167)
Resultado Operativo	(88.716)	(108.049)
Resultados Financieros	20.255	(85.862)
Resultados Extraordinarios	-	-
Resultados Diversos	(4.908)	26.804
Resultado del Ejercicio	(73.370)	(167.107)
Resultado Bruto	3,33%	2,30%
Resultado Operativo	-4,20%	-5,07%
Resultado del Ejercicio	-3,48%	-7,84%

Fuente: CARE en base EE.CC de CG al 30/9/15.

Se comprueba la persistencia de resultados negativos, aunque en el último ejercicio se observa una mejora relativa respecto al anterior. El resultado operativo es clave para medir la gestión de la Institución y demuestra la dificultad de proveer servicios de modo sustentable y que además le permita hacer frente a sus costos financieros. Esta situación al cierre del ejercicio 2015 sigue siendo negativa aunque supone una mejora respecto a ejercicios anteriores.

Análisis de Solvencia

El ejercicio cerrado en 2015, muestra un incremento importante de los activos como consecuencia de una actualización de tasación de inmuebles a solicitud de la nueva firma auditora. Esto trajo como consecuencia que el patrimonio se tornara positivo.

Cuadro 6: Resumen del Estado de Situación (en miles de \$ a set 2015)

Concepto	30/9/15	30/9/14
Activo corriente	290.282	311.996
Activo no corriente	1.223.023	984.142
Total activo	1.513.305	1.296.138
Pasivo corriente	996.208	924.417
Pasivo no corriente	512.688	589.664
Total pasivo	1.508.896	1.514.081
Patrimonio	4.414	(217.943)
Total Pasivo y Patrimonio	1.513.305	1.296.138
Razon corriente	0,29	0,34
Relacion pasivo/ingresos mes	8,58	8,52
Relacion pasivo/activo	1,00	1,17

Fuente: CARE en base a CG al 30/9/15.

Análisis de Liquidez de la empresa

No es un aspecto demasiado relevante en esta calificación, ya que los títulos tienen una garantía propia, que es la cesión de cuotas FONASA y, fundamentalmente, la otorgada por el Estado; por lo tanto la liquidez de CG o su carencia no influyen en el pago de los títulos en la medida, claro está, que la institución se mantenga operativa. No obstante y a modo ilustrativo se incluyen a continuación los índices de liquidez de la empresa de acuerdo a los últimos dos ejercicios finalizados tomando como tal el cociente entre Activo Corriente y Pasivo Corriente. Estos índices son respectivamente: 0.29 y 0.34 tal como puede observarse en el cuadro precedente. Estos ratios no indican una buena posición de liquidez. De todas formas, es de destacar que los compromisos asumidos por CG para cancelar estos títulos representan un monto del orden del 2.5% de sus ingresos operativos.

En resumen: la rentabilidad, la solvencia y la liquidez de Casa de Galicia, en sí mismas, no podrían asegurar el éxito de esta operación, lo que explica la creación financiera con garantía del Fondo de Garantía IAMC. Incluso, CPA

Ferrere, en su calidad de auditor independiente de la institución a partir de 2015, pone en duda la capacidad de CG para continuar como empresa en marcha.

2. Resultados proyectados

Se trata de evaluar la capacidad de la empresa deudora de cumplir con su propia previsión de generación de ingresos futuros para el pago en tiempo y forma de las obligaciones asumidas, considerando sus antecedentes económico financieros. No obstante este análisis tiene menor ponderación en la calificación, porque en la medida que la empresa continúe en marcha, la cesión de ingresos, tal como ha sido estructurada, y la garantía del Estado, prevalecen en el análisis de riesgo sobre la propia consideración de la razonabilidad de los flujos proyectados. Por otra parte, se trata de una proyección que hace la Institución introduciendo los cambios que considera relevantes.

En tal sentido, si se comparan las proyecciones realizadas oportunamente para el ejercicio 2015 con los resultados obtenidos de acuerdo al balance presentado, se observa una razonable correspondencia según se desprende del cuadro comparativo siguiente.

Cuadro 7: Ejercicio 2014/2015. (millones de \$)

<i>Concepto</i>	<i>Previsto</i>	<i>"real"</i>
Ingresos operativos netos	2.025	2.111
Costo de los servicios prestados	(1.893)	(2.040)
Resultado Bruto	132	71
Gastos de administración y ventas	(140)	(159)
Resultado operativo	(8)	(89)
Resultados diversos	(7)	(5)
Resultados financieros	(61)	20
Resultado del ejercicio	(75)	(73)
Resultado Bruto	6,52%	3,36%
Resultado Operativo	-0,40%	-4,22%
Resultado del Ejercicio	-3,70%	-3,46%

Fuente: Casa de Galicia.

En esta oportunidad no se dispuso de nuevas proyecciones.

Afiliados

Como se comentaba líneas arriba el número de afiliados vuelve a caer para situarse en el nivel más bajo de la serie analizada según se puede apreciar en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Evolución de Afiliados

<i>Fecha</i>	<i>cantidad</i>	<i>diferencia</i>
marzo 2010	60.762	
marzo 2011	61.863	1.101
marzo 2012	61.922	59
marzo 2013	59.563	(2.359)
diciembre 2013	59.602	39
enero 2014	59.526	(76)
febrero 2014	59.298	(228)
marzo 2014	60.199	901
abril 2014	59.394	(805)
octubre 2014	58.674	(720)
marzo 2015	57.000	(1.674)
setiembre 2015	53.992	(3.008)
febrero 2016	52.500	(1.492)

Fuente: CARE en base información CG.

Fondo de Garantía

Por todo lo expuesto, debe recordarse una vez más, que aun en el escenario más adverso, el Fondo de Garantía IAMC es suficiente para cubrir 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 la Ley cubriría anualmente las obligaciones garantizadas. Esto se visualiza en el Cuadro 9.

El cuadro fue elaborado por CARE en base a la información que surge de los EE.CC de cada fideicomiso (excepto el denominado Casmu D cuya información fue proporcionada por RAFISA). Como se ha mencionado, el Fondo de Garantía 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 (nuevo tope dispuesto por la Ley No. 19.357 de diciembre de 2015). CARE simuló un escenario para los próximos cinco años en función de las obligaciones de cada uno de los fideicomisos garantidos por el Fondo en lo que refiere a la amortización de los títulos más los intereses correspondientes⁸.

Cuadro 9: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (en miles de UI)

<i>Fideicomiso</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Asociación Española II	10.500	21.265	21.265	21.265
Asociación Española	30.092	30.092	30.092	30.092
Nuevo Casmu	41.132	41.132	41.132	41.132
Casmu II, Serie 1	27.471	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.735	10.545	10.360	10.176
Casmu III	4.125	4.120	3.967	3.735
Casa de Galicia	17.978	17.437	16.896	16.355
Totales	142.033	152.062	151.183	150.226

Fuente: CARE en base EE.CC de los Fideicomisos.

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantizados cumpliera con su cuota a lo largo de cada uno de los cinco años considerados, en ningún caso, los fondos necesarios que debería aportar el Fondo de Garantía supera el tope habilitado por ley para su reposición. En efecto, el año 2017, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 152.062, inferior al tope de reposición legal que es de miles de UI 162.000, sin contar, además, que el Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000. Hasta el momento, no ha sido necesario acudir a esta garantía.

Si en cambio se simula el mismo escenario desde la perspectiva de los créditos FONASA cedidos por cada fideicomiso garantizado por el Fondo (cifra obviamente mayor), el resultado sería el que sigue:

Cuadro 10: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones

Año	Ingresos					Egresos					Saldo final FF Fondo Garantía IAMC
	FF Fondo Garantía IAMC	Aportes adicionales eventuales	Casmu D	Casmu II	Nuevo Casmu	Casmu III	Casa de Galicia	Asoc. Española	Asoc. Española II	Total Contingencia por egresos anuales	
2015	192.000										192.000
2016		162.000	12.000	36.000	45.000	5.040	20.400	36.000	12.600	167.040	186.960
2017		162.000	10.200	36.000	42.000	6.000	20.400	36.000	25.398	175.998	172.962
2018		162.000	10.200	36.000	42.000	8.880	20.400	36.000	25.398	178.878	156.084
2019		162.000	10.200	36.000	42.000	8.880	20.400	36.000	25.398	178.878	139.206
2020		162.000	10.200	36.000	42.000	8.880	20.400	36.000	25.398	178.878	122.328
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	8.880	16.800	36.000	25.398	175.278	109.050
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	8.880	16.800	36.000	25.398	175.278	95.772
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	8.880	16.800	36.000	25.398	175.278	82.495
2024		162.000	7.650	36.000	38.400	8.880	16.800	36.000	25.398	169.128	75.367
2025		162.000	-	36.000	16.000	8.880	16.800	36.000	25.398	139.078	98.289
2026		162.000	-	36.000	-	8.880	16.800	36.000	25.398	123.078	137.211
2027		152.067	-	36.000	-	8.880	-	27.000	25.398	97.278	192.000
2028		34.278				8.880			25.398	34.278	192.000
2029		34.278				8.880			25.398	34.278	192.000
2030		32.058				6.660			25.398	32.058	192.000
2031		23.281							23.281	23.281	192.000

Fuente: CARE en base RAFISA.

Puede comprobarse que, si bien en algún año la cifra a reponer supera el tope anual actual, igualmente el Fondo tiene saldo suficiente para cubrir dicha circunstancia. Por otra parte, no resulta un escenario probable un default simultáneo y total de todos los fideicomisos garantizados.

8. Se incluyen en el Cuadro 9 dos fideicomisos recientemente creados (CASMU III y La Española II) cuyos eventuales pagos por 2016 se han estimado en función de las fechas presuntas de emisión. Al momento de elaborar este informe se conoce que CASMU III emitió en marzo de 2016.

v. El entorno

1. Introducción

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 realiza en ocasión a cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud.

En este sentido el análisis de entorno se detiene en los factores que pueden evidenciar tensiones en el sistema: gasto público asociado, cobertura, endeudamiento institucional, precios relativos entre los administrados del sector salud y los restantes de la economía. En efecto el gasto público es imprescindible para transferir lo pertinente a las instituciones, y las fijaciones administrativas de precios relevantes deben monitorearse para verificar que recojan los costos asociados. Finalmente el endeudamiento bancario podría evidenciar una alarma sobre desajustes en el sistema, desde fijaciones de precios que no sigan a los costos.

1. Discusión de los riesgos más relevantes

Al ser un mercado cerrado donde no existen shocks externos de relevancia, el sector salud tiene los principales riesgos asociados al mercado doméstico. El peso de las decisiones de índole político – administrativas evidencia un riesgo sistémico importante. Es así que la suerte del sector va en concordancia con la suerte de la economía del país (asociada al ingreso de los hogares y el empleo, este último decisivo para determinar los integrantes del sistema) y especialmente de las cuentas públicas. El riesgo sistémico se puede analizar a través del seguimiento de indicadores macro sectoriales que pueden advertir eventuales desequilibrios en el sector.

En este sentido, es importante analizar el resultado económico del mismo y ver en qué medida es autosustentable o necesita de partidas presupuestales del Estado.

Para hacer un seguimiento del sector salud es preciso monitorear especialmente tres grupos de indicadores. El gasto público en salud que ya se refirió líneas arriba, los riesgos relacionados con los precios relativos (ingresos versus egresos), e indicadores que permitan estimar el nivel de endeudamiento del sistema. En definitiva si hubiera desajustes en las fijaciones, habría más presiones sobre el sistema.

Todos estos aspectos se cuantifican en el Anexo 1 "Información sectorial".

Riesgo Precios Relativos. Este indicador no reviste grados de deterioro relevantes. Después de una reducción de la relación cuota/salarios en el período 2005-2009, se estabilizó la relación de precios con la implementación de la cuota salud. El establecimiento de este precio administrado introduce los incrementos de costos en una paramétrica que después es negociada con el Poder Ejecutivo. El crecimiento de este precio administrado en exceso haría que las pérdidas presionaran en los aportes del gobierno a la seguridad social. Si el precio administrado no reflejara el aumento de costos, esto se evidenciaría en un mayor endeudamiento del sistema con los RRHH sectoriales, con los proveedores y/o con el sistema financiero. En este sentido, la metodología con la cual recaba el MSP la información sobre el sector salud en Uruguay no permite estimar con precisión cuál es el grado de desajuste entre ingresos y egresos del sistema. Esto es así debido a que cuando se confecciona el gasto en salud, se estima su financiamiento y no se contempla el rubro endeudamiento. El rubro de financiamiento que podría estar sobredimensionado es el componente de "financiamiento de hogares". Este rubro contiene todo gasto realizado por los hogares, sea por pagos y copagos a las IAMC, a las emergencias móviles, a los seguros privados, etc. También oficia (en la metodología utilizada por el MSP) como rubro residual para que cierre el gasto con el financiamiento. Este indicador podría ser de gran utilidad para anticipar una eventual crisis en el sector salud. **Riesgo medio.**

Riesgo Político. Este riesgo se puede descomponer en dos aspectos:

1. Primero, hay que tener presente que el riesgo de los títulos de deuda del Fideicomiso depende especialmente de la estabilidad de la política de garantías establecida y mucho menos de la suerte del sector. 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. Por el contrario, se encuentra en trámite de aprobación parlamentaria una ampliación del mismo. En definitiva si por problemas en todo el sector salud o propios de esta institución se generaran tensiones fuertes hacia adentro de la misma, los títulos de deuda mantendrían su respaldo. Este es el principal componente del riesgo político y no evidencia probabilidad cierta alguna.
2. No obstante lo anterior, una señal de alerta sectorial sería el creciente desfase entre ingresos y egresos del FONASA. Éste, de ocurrir en el tiempo, podría incrementar el riesgo sectorial sistémico en tanto financiado por gasto público, el que empieza a sufrir tensiones derivadas de los cambios que se están procesando en la economía en su conjunto.

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

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

9. 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.**

ANEXO 1

Información Sectorial de la Salud