

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

**CARE Calificadora de Riesgo**

Montevideo, noviembre de 2013

## SUMARIO

---

	<b>Página</b>
<b>RESUMEN GENERAL</b>	3
SECCION I. INTRODUCCIÓN	5
SECCIÓN II. LOS TITULOS DE DEUDA	11
SECCIÓN III. LA EMPRESA ADMINISTRADORA	13
SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	14
SECCIÓN V. EL ENTORNO	22
SECCION VI. CALIFICACION DE RIESGO	30

---

## RESUMEN

Noviembre 15 de 2013

Actualización de la calificación de la emisión de títulos representativos de deuda a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia

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.

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.

Asesor Jurídico CG: Guyer y Regules

Fiduciario: República AFISA

Entidad Registrante: BVM

Administración y pago: República AFISA

Vigencia de la calificación: semestral

Comité de Calificación: Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez

Calificación de riesgo: A.uy

## 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.
- Como parte de la reestructura prevista en el llamado Plan de Reestructuración de Casa de Galicia <sup>1</sup> y para alcanzar la sostenibilidad económico-financiera, se constituyó este fideicomiso que permite 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 plan de viabilidad ha sido aceptado por los Ministerios de Economía y Finanzas (en adelante MEF) y de Salud Pública (en adelante MSP) 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 18.439. 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 del Fondo Nacional de Salud (en adelante FONASA) necesarias para cubrir el monto de hasta 150 millones de UI más sus intereses.
- 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, ofrece dificultades.

<sup>1</sup> En adelante CG

Y que asimismo el flujo de fondos futuro proporcionado por la institución no resiste algunos análisis de sensibilidad. 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 fideicomitidos no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla 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 analiza 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, en la propia cultura institucional, y en el logro de acuerdos con sus acreedores, con quitas asociadas a la pre cancelación de deudas, esto último ya ha ocurrido. De todos estos cambios, el más relevante, por tener efectos permanentes, es el logro de las metas de mejora de gestión tal como se recogen en el flujo de fondos. Al mismo tiempo la obtención de fondos frescos viene ayudando a la recomposición del capital por cancelación de pasivos y una mejora en la gestión del capital de trabajo.

## SECCIÓN 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 CG del FONASA, 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 (en adelante 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 juicio.

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 será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta fija o variable, o un interés según corresponda<sup>1</sup>.

En este caso se trató de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de UI 150.000.000, amortizables, luego del período de gracia de un año, mensualmente durante los siguientes 13 años. 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 realizará solamente el pago de los intereses generados por los Títulos de Deuda. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18.439 <sup>2</sup>, 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 BCU con fecha 3 de abril de 1998. Califica

---

<sup>1</sup> Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

<sup>2</sup> En adelante la Ley

conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató en ocasión de la calificación, el asesoramiento jurídico del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause: [www.jimenezdearechaga.com.uy](http://www.jimenezdearechaga.com.uy). La vigencia de la calificación es de seis meses.

## **2. Antecedentes**

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de CG 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. Supone 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 prevé la realización de algunas inversiones así como una recomposición de la liquidez que permitirá entre otros objetivos, mejorar toda la gestión de compra. En definitiva se trata 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° 18.349 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 64.000.000, hasta alcanzar la suma de UI 192.000.000. 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 N° 18.719, art. 289, ampliando el monto anual inicial a UI 128.000.000, manteniendo el tope en UI 192.000.000, monto del que ya se dispone en la actualidad (véase Cuadro 7).

El 16 de octubre de 2009, el MEF 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 192.000.000 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 18 de enero de 2011 el Consejo Directivo de CG 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 CG, 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 150.000.000 (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 N°. 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 (Cuadro 7). Aún en este caso el Estado se compromete a reponer el fondo tantas veces como sea necesario (Ley 18.439).

La reestructura que se está llevando a cabo implica cambios en cinco áreas a saber:

1. Adecuación de la estructura interna en áreas tales como auditoría, gestión comercial, de compras, de recursos humanos, gestión de calidad.
2. Adecuación de software y hardware lo que compone la inversión inmediata.
3. Control de remuneraciones.
4. Aumento de capital de giro para mejorar la gestión de compras.
5. Reestructura de pasivos, aspecto central de la emisión, la que se distribuiría, según lo solicitado y lo recoge en el Considerando I la propia resolución de los Ministerios de la siguiente manera:
  - 77.628.248 de UI equivalente al monto a abonar a los acreedores del Concurso Civil Voluntario y al Fideicomiso Laboral;

- 15.897.466 de UI para atender el pago de las remuneraciones de los funcionarios;
- 17.174.058 de UI a los efectos de financiar la adquisición de hardware y software para la institución;
- 39.300.228 de UI para incrementar el capital de giro y mejorar la gestión de compra de la empresa.

Como se menciona líneas arriba, algunos de estos aspectos ya comenzaron a implementarse a partir del otorgamiento por parte del BROU del crédito de \$ 100 millones a comienzos de este año. En particular, lo que tiene que ver con el incremento del capital de giro lo que ha permitido a CG mejoras en la gestión. Otros, como la reestructura de pasivos, también han ocurrido como se comenta más adelante.

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

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

CG es obligada en la Resolución N°. 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, aprueba toda la operativa propuesta.

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

De esta forma se pone en marcha en lo financiero el plan de viabilidad de la institución que debería conducir al equilibrio de la misma.

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

Según informó a CARE la gerencia administrativa en reunión realizada el 12 de agosto del corriente la institución siguió avanzando en la dirección prevista, particularmente:

- Está encaminada la absorción de COMETT (institución de Treinta y Tres) que aporta 1.200 afiliados que, sin embargo, compensa la pérdida de médicos FONASA por lo que no se cumplirá el objetivo de incremento de socios.
- Se incrementa la venta de servicios en 5.6% sobrepasando la meta prevista (hay acuerdos con el Pasteur, CASMU y ASSE)
- Incremento de nuevos jubilados
- Mejora la gestión de compras (empezando con las funerarias con economías de 15%)

- En agosto de 2013 comenzó el cobro por la cuota inversión (3%) que permitirá realizar las inversiones en el local de 18 de Julio. Se está trabajando a nivel de planos.
- Comienza a implementarse la política de jubilables con y sin reposición
- El 23 de octubre de 2013 se firma un Convenio de Complementación de Servicios con la Administración de los Servicios de Salud del Estado (ASSE). Por el mismo, ASSE brindará a los afiliados de CG en la Ciudad de la Costa la atención de urgencia y emergencia y por su parte, CG pondrá a disposición de ASSE, en Montevideo, su sala de maternidad, block quirúrgico para cesáreas, sala de partos, CTI neonatal y de adultos.
- En las últimas elecciones se renovó el mandato a las actuales autoridades por amplia mayoría lo que supone una muestra de confianza en la conducción de la institución.

Al 30 de junio de 2013 según se informa en los EE.CC el Fideicomiso recibió por concepto de cesiones de cuotas FONASA de los créditos pertenecientes a la institución, la cantidad de UI 99.847.135 (\$ 256.860.745) de los UI 101.750.000 (\$ 261.760.812) que correspondía; la diferencia de UI 1.902.862 (\$ 4.900.067) fue aportada al Fideicomiso directamente por CG.

Por su parte el Fideicomiso pagó UI 2.811.340 (\$ 7.219.727) por concepto de intereses exclusivamente ya que la operación se encuentra aun dentro del período de gracia que vence el 30 de enero de 2014.

Asimismo, durante el mismo período, el Fideicomiso devolvió fondos a CG, de acuerdo a disposiciones contractuales, por \$ 251.902.195 quedando a esa fecha un remanente por devolver de \$ 43.507.809 el cual se presenta como una cuenta a pagar a CG.

En el ejercicio cerrado a setiembre de 2013 (aún sin cierre formal auditado) aparece un resultado extraordinario de \$ 267.000.000 que permite que la institución tenga un resultado final fuertemente positivo. Esto naturalmente no tiene que ver con las operaciones corrientes de CG y responde a la cancelación de deudas, uno de los objetivos de esta operación, y que la institución informa se produjo según siguiente detalle:

- a) Deudas concursales: 40% en efectivo y 60% restante contra créditos litigiosos con BPS cedidos. Si el litigio se gana y el resultado excede el 60% cedido, el remanente va para CG. Si se pierde o lo que se cobra no alcanza el 60% cedido, queda igualmente cancelada la deuda.
- b) Deudas laborales: 60% en efectivo; 13% contra cesión de créditos litigiosos con BPS (litigio que ya se ganó) y 27% quitas efectivas.

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

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

- EE.CC intermedios del Fideicomiso CG al 30/6/13 con informe de revisión limitada independiente (Deloitte).
- Información sobre cumplimiento de metas asistenciales mediante resoluciones de la JUNASA (excepto meta 2 para el segundo trimestre de 2013)
- Información pública sobre el sector salud.
- Información detallada y actualizada sobre afiliaciones
- Entrevista con la gerencia administrativa presentando los avances producidos con la implementación de reformas.
- Proyección de resultados y flujos a setiembre de 2014
- Cuadro de contingencia máxima por garantías emitidas actualizado por República AFISA
- Informe de satisfacción de usuarios a noviembre de 2012 por parte de Águila Comunicación

## SECCIÓN 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:	<b>FIDEICOMISO FINANCIERO CASA DE GALICIA</b>
Fideicomitente:	Mutualista Casa de Galicia
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión SA (República AFISA)
Agente de Pago:	República AFISA
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 CG tiene contra el FONASA por los servicios asistenciales prestados a los sujetos comprendidos en el régimen del Sistema Nacional Integrado de Salud (en adelante SNIS), 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 MEF y República 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 N°. 18.439.
Moneda:	Pesos Uruguayos expresados en U.I.
Importe de la emisión:	U.I. 150.000.000 (unidades indexadas ciento cincuenta millones) de valor nominal
Interés:	4.5 % efectivo anual <sup>8</sup> 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 vence el 31/1/2013

Plazo:	14 años a partir de la fecha de emisión.
Período de gracia:	Desde la emisión y por doce meses.
Amortización y Pago de intereses:	Luego del período de gracia los títulos se amortizarán mensualmente, 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 (Puede consultarse el informe jurídico original en [www.care.com.uy](http://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.

## SECCIÓN III. LA FIDUCIARIA

Sigue siendo República AFISA cuya capacidad de administrar el patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones que se establecen en el contrato de fideicomiso, es clara. Integra este análisis el ajuste de República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA) a las disposiciones jurídicas vigentes, tal como se detalla en el informe de calificación.

Posee un patrimonio neto al 31 de diciembre del 2012 de \$ 303.837.394 (32% superior al año anterior): un índice de liquidez superior a 4 (medido como el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente) que si bien es inferior al del cierre del ejercicio 2011 (4.75) igualmente es muy alto. Los ingresos por servicios vendidos fueron de \$ 227.996.672 (casi 44% de incremento respecto al ejercicio anterior) obteniendo resultados operativos y finales del ejercicio del orden de 40% y 32% en relación a los Ingresos respectivamente. Si lo comparamos con el ejercicio anterior, esta relación fue de 30% y 21% de resultado operativo y final respectivamente siempre en relación a los ingresos.

Del análisis de los EE.CC al 30 de junio de 2013 se comprueba que en lo que va del ejercicio la firma se sigue fortaleciendo.

En efecto, el patrimonio contable en estos seis meses alcanza el monto de \$ 304.788.483, ligeramente superior al existente en diciembre pasado. El índice de liquidez, según definición referida, es de 6.29 (era algo más de 4 en diciembre). En cuanto a los ingresos, a junio de este año fueron de \$ 117.314.031, 34% superiores a los de igual período del año anterior y finalmente los resultados operativos y finales en relación a los ingresos representaron 38.2% y 38.3% respectivamente frente a 40% y 32% registrados a diciembre de 2012.

De acuerdo al informe de revisión limitada realizado por Deloitte, República AFISA administra a junio de 2013 unos 33 fideicomisos y un fondo de inversión a lo que se agrega un nuevo fideicomiso concretado en fecha posterior.

### **Riesgos considerados:**

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

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función. 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.

## SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en la cesión de los créditos contra el 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. Esto sin perjuicio de cesiones anteriores que tienen prelación sobre estas tal como se da cuenta en el Anexo 9 del Contrato de Fideicomiso. Por otra parte algunas de esas cesiones, las más relevantes, serán sustituidas por estas.

Al 30 de junio de 2013, según los EE.CC del Fideicomiso el cronograma de cesiones FONASA restante es el que se expone en el Cuadro 1 en la primera columna mientras que en las siguientes se expone el cronograma de desembolsos por concepto de amortización e intereses de los títulos emitidos. En la columna denominada Devolución CG se colocó el monto actualizado a junio de 2013 que surge del cumplimiento del artículo 4.6 del contrato de constitución del Fideicomiso Financiero y cuyo desembolso debe hacerse en lo que queda de 2013 y 2014.

Cuadro 1: Cronog. Ing. por cesiones FONASA y compr. a desembolsar.					
en UI anual	FONASA	Amort.	Intereses	Dev. CG	Saldo ac.
2013	103.800.000	-	3.858.550		99.941.450
2014	200.950.000	7.500.000	6.463.071	275.080.620	11.847.759
2015	16.800.000	7.500.000	6.132.338		15.015.421
2016	20.400.000	12.272.727	5.705.142		17.437.552
2017	20.400.000	12.272.727	5.163.942		20.400.883
2018	20.400.000	12.272.727	4.622.743		23.905.413
2019	20.400.000	12.272.727	4.081.544		27.951.142
2020	20.400.000	12.272.727	3.540.345		32.538.070
2021	16.800.000	12.272.727	2.999.146		34.066.197
2022	16.800.000	12.272.727	2.457.946		36.135.524
2023	16.800.000	12.272.727	1.916.747		38.746.050
2024	16.800.000	12.272.727	1.375.548		41.897.775
2025	16.800.000	12.272.727	834.349		45.590.699
2026	16.800.000	12.272.727	293.150		49.824.822
<b>Total</b>	<b>628.150.000</b>	<b>150.000.000</b>	<b>49.444.561</b>		

Fuente: EE.CC fideicomiso al 30/6/13

Asimismo se constituye a favor del fideicomiso la garantía del "Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC" que asegura el repago de los Títulos de Deuda de acuerdo a la Resolución N°. 404 del MEF y MSP; siendo por tanto el Fideicomiso Financiero Casa de Galicia beneficiario de la Garantía de Estabilidad accesoria a la Garantía.

El juicio que a continuación se expone valora la capacidad de generar los flujos necesarios para pagar las obligaciones manteniendo un nivel de actividad conforme a sus objetivos institucionales.

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 se presentan las resoluciones dictadas por la JUNASA referidas al cumplimiento de las tres metas para los dos primeros trimestres del corriente año a excepción de la meta 2 del segundo trimestre aún no informada. Por otra parte, el llamado Plan de Reestructuración contiene propuestas de cambios muy significativos, tanto en el modelo de atención como en la propia organización, todos aprobados por el MSP y el MEF. El 18 de enero de 2011, como ya se mencionó, el Consejo Directivo de CG aprobó por unanimidad el Plan de Reestructuración presentado por la Gerencia General, dando su total apoyo para su implementación que ya ha comenzado.

## **1. Análisis económico financiero histórico**

### **Riesgos considerados:**

- *Riesgo de rentabilidad*
- *Riesgo de solvencia*
- *Riesgo de liquidez*

La información utilizada fue: los Estados Contables auditados correspondientes a los ejercicios finalizados al 30/09/2008, 30/09/2009, 30/09/10, 30/09/11 y 30/09/12. A los efectos de este análisis se toma información de los últimos tres ejercicios. Al momento de cerrar este informe no se dispone de información definitiva correspondiente al ejercicio cerrado a setiembre de 2013 sino una estimación proporcionada por la empresa. Igualmente, con esa salvedad, se toma en cuenta a los efectos de este análisis.

### **Análisis de Rentabilidad**

En los siguientes cuadros se han resumido los datos en miles de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los

tres últimos ejercicios económicos finalizados y auditados a excepción del correspondiente a setiembre de 2013 que no cuenta aún con informe de auditoría como se explica líneas arriba.

Cuadro 2: Estado de Resultados resumidos al 30 de setiembre de cada año			
(miles de \$ históricos)	2011	2012	2013
Ingresos Operativos	1.396.244	1.532.553	1.665.979
Costo de Bienes y Servicios	(1.341.312)	(1.510.348)	(1.637.340)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>54.932</b>	<b>22.205</b>	<b>28.639</b>
Gastos de Administracion y Ventas	(110.194)	(109.863)	(125.283)
Resultados Diversos	24.135	17.193	18.105
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(31.127)</b>	<b>(70.465)</b>	<b>(78.539)</b>
Rsultados Financieros	(30.347)	(49.458)	(19.642)
Resultados Extraordinarios	-		267.000
Impuestos, tasas y contribuciones		(5.832)	(9.880)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(61.474)</b>	<b>(125.755)</b>	<b>158.939</b>

Nota: el ejercicio cerrado en setiembre 2013 es estimado por CG  
Fuente: Casa de Galicia

Cuadro 3: Estados de Resultados expresados en % de ingresos operativos			
Concepto	2011	2012	2013
Ingresos Operativos	100%	100%	100%
Costo de Bienes y Servicios	-96,07%	-98,55%	-98,28%
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3,93%</b>	<b>1,45%</b>	<b>1,72%</b>
Gastos de Administracion y Ventas	-7,89%	-7,17%	-7,52%
<b>Resultado Operativo</b>	<b>-2,23%</b>	<b>-4,60%</b>	<b>-4,71%</b>
Resultados Diversos	1,73%	1,12%	
Rsultados Financieros	-2,17%	-3,23%	
Resultados Extraordinarios	0,00%	0,00%	
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>-4,40%</b>	<b>-8,21%</b>	<b>9,54%</b>

Fuente: Casa de Galicia

Las principales conclusiones que se extraen de los cuadros anteriores son las siguientes:

- La persistencia de los resultados operativos y del ejercicio negativos aunque en el ejercicio cerrado en setiembre 2013 se produce una ganancia extraordinaria producto de la reestructura de pasivos (ver Cuadro 2) que permite un cierre de ejercicio con resultados positivos. 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 estimado del ejercicio 2013 no varía la tendencia de ejercicios anteriores.
- Los resultados negativos conducen inevitablemente a incrementar el endeudamiento y reducir el Patrimonio. Esto no va a ocurrir en el corriente ejercicio por el resultado extraordinario comentado líneas arriba.

En ocasión de la actualización del pasado mes de abril del corriente CARE mantuvo una reunión con el Gerente Administrativo de la institución Cr. Marcelo Brasca quién explicó los planes de la misma para abatir costos e incrementar ingresos y así lograr el equilibrio económico. En breve síntesis se esperaba:

- Compensar mayores costos financieros con ganancia por inflación al mantener importantes pasivos monetarios
- Incremento de afiliaciones por absorción de pequeñas mutualistas del interior (están muy avanzadas negociaciones con una de Treinta y Tres)
- Incremento de venta de servicios
- Incorporación legal de jubilados al FONASA (20% anual hasta 2016, que equivale a 8.000 por año)
- Incorporación de jubilados que, en principio, no tomaron la opción FONASA. De los 4.000 que están en esa situación, se espera convencer a 1.000.
- Mejoras en la gestión de compras. Ya se han implementado acuerdos con proveedores para abatir en un 30% deudas en cuenta corriente y abatir en hasta un 15% compras futuras con pago a 30 días.
- No reponer posiciones de funcionarios que se jubilan y/o reponer por sueldos menores

En esta oportunidad, CARE se reunió nuevamente con el Cr. Brasca quién ratificó, en general, la implementación y alcance de las metas anteriores aunque sin que las mismas se reflejen aún en el ejercicio recientemente finalizado.

Esto se debe en parte por algún atraso y porque en algunos casos surgieron imprevistos que no permitieron alcanzar los logros esperados. A vía de ejemplo: en costos financieros hay un efecto dólar que impacta en el tramo final; en lo que tiene que ver con el esperado incremento de afiliados, la absorción de COMETT está muy encaminada lo que permitirá incrementarlos en un número de 1.200 pero que, sin embargo, se neutraliza con la pérdida de médicos FONASA.

En cambio, como se refleja en los resultados extraordinarios, culminó exitosamente el plan de cancelación de deudas laborales y concursales.

### **Análisis de Solvencia**

La quinta parte del Programa de Reestructuración se refiere a la reestructura de los pasivos. Según lo explica CG desde el año 2000 comienza a presentar dificultades crecientes en sus finanzas que casi culminan con la quiebra de la misma. Desde el 2002 y hasta el presente ha tenido tres grandes procesos de ajuste de pasivos:

- Concurso civil y Fideicomiso laboral
- Refinanciación de pasivos con Dirección General Impositiva y Banco de Previsión Social

- Cancelación de más del 95% del pasivo con el Fondo de Recuperación de Patrimonio Bancario y ratificación del Concurso Civil

Del cuadro siguiente (que se reitera por no disponer del Estado de Situación a setiembre de 2013) surge que, pese a los malos resultados operativos, la gestión de los pasivos descrita líneas arriba ha permitido mantenerla en niveles estables y aún descendientes expresado como relación con los ingresos y/o los activos. Resulta entonces que el manejo que han hecho del pasivo ha tenido resultados favorables. El Patrimonio se ha mantenido negativo. Los resultados han sido negativos y no ha habido aportes de capital, el crecimiento del patrimonio verificado en el último ejercicio se debe a re expresiones contables. Véase Cuadro 4.

Igualmente, cabe mencionar acá que estos datos no recogen las operaciones derivadas de la emisión por lo que es de suponer tengan su impacto en el ejercicio en curso. Por lo pronto ya sabemos, como se ha comentado líneas arriba, que el proceso de cancelación de deudas concursales y laborales culminó satisfactoriamente lo que se verá reflejado en el estado de situación del ejercicio recientemente cerrado pero aún no informado salvo en lo que respecta a los resultados.

Cuadro 4: Principales partidas del Estado de Situación			
En miles de \$ históricos a fin de cada ejercicio			
Concepto	2010	2011	2012
Activo corriente	128.404	137.155	183.987
Activo no corriente	749.076	720.826	874.306
<b>Total activo</b>	<b>877.480</b>	<b>857.981</b>	<b>1.058.293</b>
Pasivo corriente	380.981	440.273	592.972
Pasivo no corriente	584.674	561.988	555.043
<b>Total pasivo</b>	<b>965.655</b>	<b>1.002.261</b>	<b>1.148.015</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>(88.175)</b>	<b>(144.280)</b>	<b>(89.722)</b>
<b>Razon corriente</b>	<b>0,34</b>	<b>0,31</b>	<b>0,31</b>
<b>Relacion pasivo/ingresos mes</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>Relacion pasivo/activo</b>	<b>1,10</b>	<b>1,17</b>	<b>1,08</b>

Fuente: CARE en base a CG

### ***Análisis de Liquidez de la empresa***

No es un aspecto relevante en esta calificación, ya que los títulos tienen una garantía propia, que es la cesión de cuotas FONASA y por lo tanto la liquidez o su carencia no influyen en el pago de los títulos. No obstante y a modo ilustrativo se incluye a continuación los índices de liquidez de la empresa de acuerdo a los últimos tres ejercicios finalizados y auditados tomando como tal el cociente entre Activo Corriente y Pasivo Corriente. En efecto los índices para los tres últimos ejercicios son respectivamente: 0.34, 0.31 y 0.31 tal como puede observarse en el Cuadro 4. Estos ratios no indican una buena posición de liquidez.

En resumen, la rentabilidad, la solvencia y la liquidez de CG, en sí mismas no podrían asegurar el éxito de esta operación, lo que explica la creación financiera objeto de calificación.

## 2. El flujo de fondos esperado

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, no se trata estrictamente de un proyecto, sino de una proyección que hace la Institución introduciendo los cambios que considera relevantes.

Las proyecciones se realizaron oportunamente por 15 años. Como es sabido, las proyecciones están en permanente revisión en virtud de la realidad y las medidas correctivas que la misma aconseja implementar. Hemos mencionado una serie de medidas que la gerencia de CG está llevando adelante, muchas de las cuales son necesarias para alcanzar parte de los supuestos que sustentan el flujo de fondos proyectado; se esperaba que el impacto de las mismas comenzara a reflejarse en los EE.CC del ejercicio a cerrar en setiembre de 2013 pero, si bien no se dispone de cifras definitivas, las estimaciones proporcionadas por la institución no confirman la recuperación anunciada en lo que a resultados operativos refiere. A la fecha, la institución ha presentado, en forma preliminar, una proyección de resultados a setiembre de 2014 en donde se recogen los impactos ya generados y a generar a partir de las medidas de mejora de gestión implementadas. Dichas proyecciones, resumidas y agrupadas se presentan en el cuadro que sigue en millones de pesos para el período mencionado.

Cuadro 5: Estado de Resultados resumidos al 30 de setiembre de cada año			
(miles de \$ históricos)	2012	2013	2014
Ingresos Operativos	1.532.553	1.665.979	1.924.661
Costo de Bienes y Servicios	(1.510.348)	(1.637.340)	(1.800.750)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>22.205</b>	<b>28.639</b>	<b>123.911</b>
Gastos de Administracion y Ventas	(109.863)	(125.283)	(142.276)
Resultados Diversos	17.193	18.105	16.505
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(70.465)</b>	<b>(78.539)</b>	<b>(1.860)</b>
Resultados Financieros	(49.458)	(19.642)	(17.002)
Resultados Extraordinarios		267.000	
Impuestos, tasas y contribuciones	(5.832)	(9.880)	(17.982)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(125.755)</b>	<b>158.939</b>	<b>(36.844)</b>

Nota: los ejercicios 2013 y 2014 son estimados por CG  
Fuente: Casa de Galicia

Como se desprende del Cuadro 5 aún en la proyección presentada por CG para el ejercicio 2014 persisten los resultados negativos, incluso los

operativos, aunque en este caso en cifras cercanas al equilibrio. Los supuestos que sustentan estos resultados son la concreción de medidas ya tomadas y una evolución en el número de afiliados de 5% entre setiembre de 2013 a setiembre de 2014 alcanzando en esa fecha el número de 62.230 afiliados. Si bien los antecedentes inmediatos no avalan esta posibilidad, CG está trabajando en este sentido por lo que entiende razonable esperar alcanzar un número de afiliados que la institución ya supo tener.

En cuanto a la proyección de fondos, los mismos se estiman a partir de los resultados esperados deduciéndoles aquellas partidas que no suponen movimiento de caja tales como amortizaciones y ciertas partidas de los resultados financieros. En la proyección preliminar presentada por la institución, los saldos de caja son 0 por cuanto los años de déficit se cubren con aumentos de pasivo y los de superávit se destinan a la cancelación de pasivos y/o adquisición de activos. Esto naturalmente podrá hacerse en la medida que se cumplan los resultados y éstos dependen del cumplimiento de los supuestos.

Como ya se señalara, la evolución del número de afiliados no se estaría comportando tal cual lo previsto, como se desprende del cuadro siguiente en que aparece una importante disminución en el último año. Este tema es importante, si la pérdida de afiliados producida en el último año no se revierte no es posible cumplir con los flujos proyectados. Tómese en cuenta que estos se hicieron bajo el supuesto de un incremento de 0.8% anual y entre marzo de 2012 y marzo de 2013 se registró una caída superior al 3%. A setiembre de 2013, CG informa que el número de afiliados se sitúa en 59.561 (prácticamente igual que seis meses antes) por lo que la recuperación aún no se está produciendo.

La gerencia está adoptando medidas tendientes a recuperar el nivel de afiliados lo que deberá ser tema de especial atención en futuras actualizaciones. El último informe de satisfacción disponible (noviembre de 2012), elaborado por Águila Comunicación en sus conclusiones generales destaca: *“El nivel de satisfacción general entre los usuarios que declaran estar satisfechos o muy satisfechos por la institución es de un 83%”*; parece un resultado alentador como para esperar revertir la situación.

Cuadro 6: Evolución de socios		
Al 31 de marzo	Número de socio	Resultado corralito
2009	59.383	-2.121
2010	60.762	510
2011	61.863	-863
2012	61.922	368
2013	59.563	200
Setiembre 2013	59.561	

Fuente: Casa de Galicia

Por otra parte, debe recordarse que aun en el escenario más adverso, el Fondo de Garantía 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 7.

El cuadro siguiente fue proporcionado por República AFISA que es, además, la fiduciaria del Fondo de Garantía IAMC. Como se ve, ya se ha llegado al máximo previsto UI 192.000.000. Hasta el momento, nunca ha sido necesario salir de garantía a ninguno de los fideicomisos cubiertos.

**Cuadro 7. Contingencia Máxima por Garantías Emitidas y Cronograma de Emisiones.**

Año	Ingresos				Egresos			Total	Saldo final
	FF F. Garantía	L. Aportes adicional	CASMU D	CASMU II	NUEVO CASI	CASA DE GA	ASESP		
2013	192.000.000	80.951.042	5.628.042	9.113.000	41.150.000	5.000.000	20.060.000	80.951.042	192.000.000
2014		108.499.636	11.099.636	12.150.000	41.150.000	14.000.000	30.100.000	108.499.636	192.000.000
2015		123.664.836	10.914.836	27.500.000	41.150.000	14.000.000	30.100.000	123.664.836	192.000.000
2016		127.484.593	10.734.593	27.500.000	41.150.000	18.000.000	30.100.000	127.484.593	192.000.000
2017		126.795.237	10.545.237	27.500.000	41.150.000	17.500.000	30.100.000	126.795.237	192.000.000
2018		126.310.437	10.360.437	27.500.000	41.150.000	17.200.000	30.100.000	126.310.437	192.000.000
2019		125.425.637	10.175.637	27.500.000	41.150.000	16.500.000	30.100.000	125.425.637	192.000.000
2020		124.543.368	9.993.368	27.500.000	41.150.000	15.800.000	30.100.000	124.543.368	192.000.000
2021		123.856.037	9.806.037	27.500.000	41.150.000	15.300.000	30.100.000	123.856.037	192.000.000
2022		123.071.237	9.621.237	27.500.000	41.150.000	14.700.000	30.100.000	123.071.237	192.000.000
2023		122.486.437	9.436.437	27.500.000	41.150.000	14.300.000	30.100.000	122.486.437	192.000.000
2024		121.602.144	9.252.144	27.500.000	41.150.000	13.600.000	30.100.000	121.602.144	192.000.000
2025		91.300.000		27.500.000	20.600.000	13.100.000	30.100.000	91.300.000	192.000.000
2026		69.200.000		27.500.000		11.600.000	30.100.000	69.200.000	192.000.000
2027		52.600.000		27.500.000			25.100.000	52.600.000	192.000.000
	192.000.000	1.647.790.641	117.567.641	378.763.000	514.400.000	200.600.000	436.460.000	1.647.790.641	

Fuente. República AFISA

### **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 garantía de pago de los títulos no presenta riesgos, en la medida que la Institución siga en marcha o que, en una hipotética sucesión, la nueva asumiera ese compromiso. Sin embargo, en caso de incumplimiento del Plan de Reestructuración deberán aplicarse otros cambios persistentes en el tiempo para lograr resultados y flujos positivos. Los antecedentes no favorecen aún esta hipótesis.

**Riesgo de gerenciamiento.** Implica evaluar la capacidad de la Institución de gerenciar el proceso de cambios puesto en marcha. Si bien es prematuro realizar un juicio sobre este aspecto existen algunas evidencias de cambios favorables no solo de la capacidad gerencial, sino de la cultura institucional.

**Riesgo de descalce de monedas.** Este riesgo, en particular considerando el proceso de reestructura es inexistente.

## SECCIÓN V. EL ENTORNO

### 1. INTRODUCCION

La vinculación del proyecto de reestructura de CG con el entorno en el cual se procesa la gestión no tiene grandes diferencias con el resto de las mutualistas que han emitido deuda garantizada.

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.

Ya muy avanzada la implementación de los cambios normativas más importantes del SNIS, y con más de dos ejercicios de experiencia en los procesos de reestructura empresarial asistida y con financiamiento garantizado por el Estado, el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones continúa incorporado novedades.

A pesar de lo cual -como se ha venido reiterando en todas las calificaciones y revisiones realizadas desde 2010 a la fecha-, ni las variaciones del entorno de la salud, ni las de la propia estabilidad y sustentabilidad de las empresas es determinante para evaluar la capacidad de repago de las deudas comprometidas en las diferentes emisiones dada la existencia de un mecanismo particularmente efectivo de garantías estatales y el blindaje jurídico constituido para hacerlas efectivas.

Sin embargo, a esta altura, la persistencia de un marco normativo a veces cuestionado y la persistencia de déficit operativos importantes en las instituciones mutuales asistidas en sus procesos de reestructura obliga a CARE a seguir con atención los ajustes que se están produciendo en el entorno normativo, de financiamiento y políticas públicas referidas al sector.

La información pública disponible para la evaluación de los resultados asistenciales y económicos del modelo de salud continua siendo escasa.<sup>3</sup>

En esta emergencia, CARE ha puesto particular atención en la evolución de los ajustes que están implementando las instituciones cuyas emisiones se califican. Ellos serán determinantes para evaluar la oportunidad y eficacia de la acomodación de las empresas a un entorno en el cual se le va haciendo difícil al Estado la asistencia frente a la eventual persistencia de déficit en materia asistencial y económica.

---

<sup>3</sup> En particular, por su incidencia en la explicación de los déficit crecientes de las IAMC, del Fondo de Salud y los ajustes de política en discusión importa leer "Pago por cumplimiento de metas ¿una herramienta potente mal utilizada" Cinve- Estudio Rueda Abadi Pereira-2012

## 2. CONTEXTO GENERAL DEL SECTOR IAMC

Las normas básicas consignadas en los documentos que conforman el Sistema Nacional de Salud son los Contratos de Gestión que reglamentan a partir de 2011 las relaciones de agencia implementadas a partir de 2008, la Ley N°.18.731 del 7/1/2011 y las modificaciones a la misma introducidas por la Ley N°.18.922 del 6/7/2012; mediante las cuales se precisa el cronograma y reglamentación del ingreso del conjunto total de jubilados y pensionistas al SNIS según lo dispuesto en la Ley N°. 18.731 y, en particular la habilitación a las IAMCs. ASSE para modificar los precios de las tasas moderadoras, cuotas de afiliación individual, de colectivos y criterios de regulación/fiscalización de las mismas.

Las siguientes son las normas básicas que regulan el SNIS.

- Ley N°. 18.131 Creación del Fondo Nacional de Salud 2007
- Ley N°. 18.161 Descentralización de ASSE 2007
- Ley N°. 18.211 Creación del SNIS 2007
- Ley N°. 18.335 Ley de Derecho de los Usuarios 2008
- Ley N°. 18.439 Creación del Fondo de Garantía IAMC de enero de 2009.
- Ley N°. 18.731 Cronograma de ingreso de pasivos a FONASA de enero de 2011
- Precisión sobre obligaciones y derechos de los Contratos de Gestión, paramétricas, etc. Anexo de la Rendición de Cuentas FONASA 2011. mayo 2012.
- Ley N°. 18.922 Precisiones respecto a los contenidos de la Ley N°. 18.731 y facultades al FONASA para aportar con cargo al Fondo hasta el 3% del ingreso promedio a financiar específicamente la inversión. julio 2012.
- Decreto N° 292/012 – Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras. Agosto 2012.

La precisión y correspondiente reserva presupuestal para el ingreso al sistema de un contingente de 390.000 pasivos se ha constituido en un factor esencial para el logro de los equilibrios operativos del sistema. A partir de julio del año pasado, con el cumplimiento del primer tramo de ingreso de pasivos se inició el proceso de transferencias que acumulará en 2016 entre U\$S 250: y U\$S 300: agregados a un gasto público total en salud que en 2011 alcanzara los \$ 43.874 millones de pesos, aproximadamente U\$S 2.100: un 4.9% del PIB. A ello se le agregan los recursos que deberán ser empleados para cofinanciar con las IAMCs los proyectos de inversión durante el período 2013-2015. La facultad otorgada al MSP/MEF limita la inversión en el 3% de los ingresos operativos de las empresas.

El diferimiento del ingreso masivo de los pasivos al sistema FONASA y la forma de pago de las diferencias de la cuota FONASA y la cuota mutual para esos contingentes ha impactado diferencialmente en el sector, según fuera la estructura etaria de cada una de ellas. Las IAMCs con padrones más envejecidos han sido las más afectadas por el diferimiento de ingresos y pagos pautaada en la Ley 18.731 y su reglamentación. Entre éstas se encuentran las tres mutualistas en proceso de reestructura en la explicación de los diferenciales que presentan los balances de las diferentes mutualistas se le

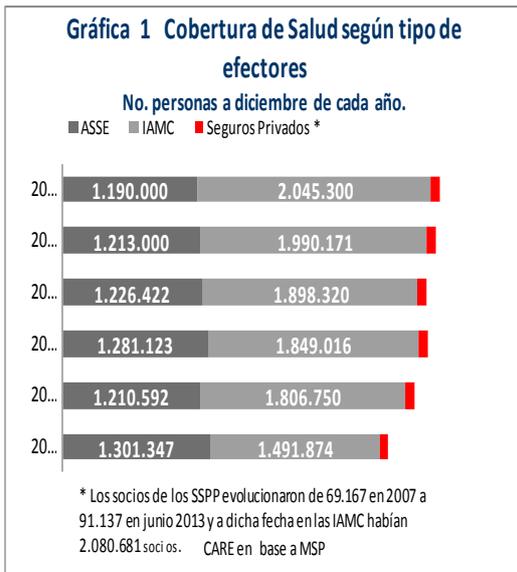
agrega ahora el impacto no considerado que está teniendo sobre los costos de las diferentes empresas la implementación de las Metas 1, 2, 3, y últimamente la 4 (alta dedicación médica). El monto del pago por meta no alcanza el 10% de los ingresos de las mutualistas y en muchos casos la adecuación de las nuevas exigencias a la restringida capacidad de las mutualistas para adecuarse al ingreso de los nuevos contingentes de socios impone restricciones en el resto de los servicios mutuales.

A la fecha de esta revisión del entorno de las empresas beneficiadas por el mecanismo de garantías establecido en la Ley 18.439, ninguno de los proyectos de inversión cofinanciada con arreglo a lo dispuesto en la Ley 18.922 ha sido aprobado aún en el MEF habiendo sido algunos de ellos aprobados hace un buen tiempo por el MSP. El hecho, además de dilatar el inicio de inversiones impostergables para asimilar el ingreso de asociados con demandas importantes de servicios, es revelador de la cercanía de un escenario de restricción del gasto público atento a la aparición de déficit del sector público no financiero que ha superado el 2% del PIB en la actualidad. Esa proximidad con el límite presupuestal para aumentar las transferencias al sector obliga a profundizar el análisis de la rentabilidad y solvencia de las Instituciones mutuales. A tres años de iniciado el proceso de reestructura de pasivos y reestructura empresarial en las IAMCs más comprometidas y con la amortización de capital ya iniciada en dos de dichas Instituciones, la fortaleza del blindaje jurídico como garantía de la capacidad de repago se ha afirmado según se explica en este análisis. Sin embargo, un eventual fracaso en el logro de los equilibrios o una extensión mayor de ese ajuste pudiera ser un factor de erosión de la permanencia del apoyo unánime del gobierno si es que el sector demandara nuevas y crecientes transferencias.

Importa comprobar que en el desarrollo de los planes de reestructura empresarial y logro de los equilibrios, los administradores de las IAMCs se enfrentan a un escenario de tensión en el cual, los ajustes deben acelerarse y profundizarse con los previsible efectos en la conflictividad interna y del sistema en su conjunto con los organismos que diseñan y fiscalizan la política de salud.

## **2.1 Universalización del sistema FONASA y la intervención pública**

Al cierre de 2013 más del 90% de la población atendida por las IAMC serán socios FONASA.



**Cuadro Nº 8. Evolución de socios según IAMC seleccionadas.**

Institución	junio de 2013 No. Socios		Var % jun 2013- jun 2012	
	FONASA	TOTAL	FONASA	TOTAL
MUCAM	267.880	285.856	6%	4%
CASMU	172.585	210.598	25%	1%
ESPAÑOLA	154.777	186.613	19%	0%
SMI	112.104	123.420	9%	2%
C.C.O.U	71.208	78.971	11%	1%
C, GALICIA	51.570	59.873	-1%	-1%
MONTEV.	1.085.506	1.220.115	12%	3%
INTERIOR	749.433	860.566	8%	3%
<b>TOTAL</b>	<b>1.834.939</b>	<b>2.080.681</b>	<b>10%</b>	<b>3%</b>

Fuente: CARE en base a SINADI

De acuerdo a las estimaciones presupuestales la incorporación al FONASA del contingente programado para julio del presente debería haber comprendido un mínimo de 30.000 nuevos socios "FONASA" lo que originalmente suponía un ingreso agregado al sistema mutual cercano los cinco mil millones de pesos de 2010, cuyo impacto real en el sistema mutual y en cada una de las mutualistas es muy difícil de evaluar dado, entre otras razones, por las características del contingente con potencial de ingreso en la oportunidad.

**Cuadro 9 Cronograma de ingresos restantes a FONASA**

- dic-13 Conyuges o concubinos sin hijos
- jul-14 Jub y Pens.>65 con ingresos <5 BPC sin cobertura a enero 2010
- jul-15 Jub y Pens.>60 con ingresos <10 BPC sin cobertura a enero 2010
- jul-16 Resto Jubilados y Pensionistas

El último ingreso habilitado en julio 2012 correspondió a Jub y Pens mayores y de menores ingresos

En diciembre pasado se habilitó el ingreso del primer 1 de 2 conyuges y concubinos con un hijo menor de 18 años o discapacidades a cargo

Fuentes: Ley 18,731 y Decreto 407/2011

### 3. SITUACION FINANCIERA Y PATRIMONIAL DEL SECTOR SALUD

Tal como ha sido dicho en la introducción de la Sección, lo nuevo en la evolución de entorno de estas calificaciones pudiera sintetizarse en los problemas que en el marco descripto tienen las empresas para continuar la reestructura empresarial en observancia de las estimaciones de ingresos y egresos comprometidos en los planes de reestructura aprobados.

Habiéndose completado la dominancia de la JUNASA en la administración del financiamiento del SNIS, importa seguir la evolución de los resultados del Fondo Nacional de Salud. El FONASA se ha transformado en el ordenador global de un sistema regulado por contratos complejos y que, a partir de este segundo semestre de 2013 comienzan a ser controlados a través de una Comisión de Gestión que manejará un nuevo modelo de fiscalización integrada de dichos contratos. Los resultados del Fondo Nacional de Salud

vienen siendo progresivamente negativos tanto en absoluto como en relación con los ingresos del mismo. A partir del ingreso de los nuevos contingentes masivos de asociados estos déficit se han venido profundizando y al término de 2012 el déficit a financiar por la Tesorería había trepado al 9% de los ingresos del Fondo. Esta duplicación del déficit en relación a los ingresos del Fondo se explica por la primera devolución de aportes sobre pagados por los socios en 2011. Independientemente de ello, ya descontada esa erogación extraordinaria, en valores absolutos, el monto erogado por Tesorería para compensar el déficit el año pasado se elevó a la proximidad de los U\$S 100 millones de dólares, unos U\$S 35 más que la transferencia de 2011 con el mismo fin.

### **3.1 El Sector IAMC Perspectiva en 2013/2014**

Las IAMCs, al igual que el FONASA continúan trabajando en condiciones de equilibrios muy precarios aguardando que el progresivo ingreso de socios FONASA vaya contribuyendo a mejorar dichos equilibrios. En el marco de balances negativos del sector mutual, la extensión del pago efectivo de los nuevos ingresos al FONASA es una importante causa de retraso en la estabilización del sistema.

Algunas de las causas principales de la permanencia de déficits operativos en el sistema han venido siendo señaladas en los sucesivos informes de calificación y actualización realizados por la Calificadora. La responsabilidad del Estado en la permanencia de dichos déficits se corresponde con la propia dificultad de éste de cumplir en tiempo y forma la estrategia y plazos del diseño original del sistema de salud. Sin embargo, actualmente, comienzan a ser gravosas las diferencias del valor los per cápita y la realidad de costos actual, medida esta no sólo por la evolución de los principales precios de la paramétrica sino por el incremento que han tenido los volúmenes de servicios que presuponía la canasta del cápita original, previa a la implementación del complemento de pago por Metas (2008) y los cambios estructurales inducidos por los agregados de política de salud plasmados en los nuevos contratos. A lo cual importa ahora agregar la experiencia de las mutualistas al acomodar sus estructuras para proveer las metas comprometidas a conjuntos de socios de características y demandas diferentes a aquellas sobre las cuales se creó y desarrolló el sistema mutual originalmente. Dicho de otra manera, los desequilibrios no son atribuibles exclusivamente a la evolución dispar de los precios relativos del sistema sino al producto de la de esta disparidad y el ingreso aluvional de nuevos socios.

Los flujos que se califican están expuestos a las dificultades de cumplir exigencias crecientes de metas asistenciales con transferencias del FONASA que no satisfacen el costo marginal de los nuevos servicios comprometidos.<sup>4</sup>

Paralelamente, las dificultades financieras del Estado entientecen la disponibilidad de fondos que algunas instituciones preveían recibir a los efectos de financiar inversión. Importa señalar, sin embargo, que el

---

<sup>4</sup> Ver nuevas prestaciones normadas en el Decreto del Consejo de Ministros del 30/09/2010 reglamentando lo dispuesto por la Ley N°. 18.426 de Defensa del Derecho de Salud Sexual y Reproductiva, y otras posteriores.

cronograma de ingreso de los nuevos contingentes al FONASA se ha venido cumpliendo y se prevé no tendrá dificultades mayores en completarse.<sup>5</sup>

El incremento de los servicios personales en un contexto de apreciación constante del salario, especialmente con la nueva incidencia del salario médico, conjuntamente con el incremento de las cantidades de servicios (provisión de Metas más nuevos costos organizacionales para el cumplimiento burocrático de los contratos) componen una realidad frente a la cual reguladores y administrados tienen dificultades crecientes para lograr equilibrios presupuestales y, quizás, una gestión asistencial que en largo plazo también pudiera contribuir a mejorar los costos del servicio.<sup>6</sup>

---

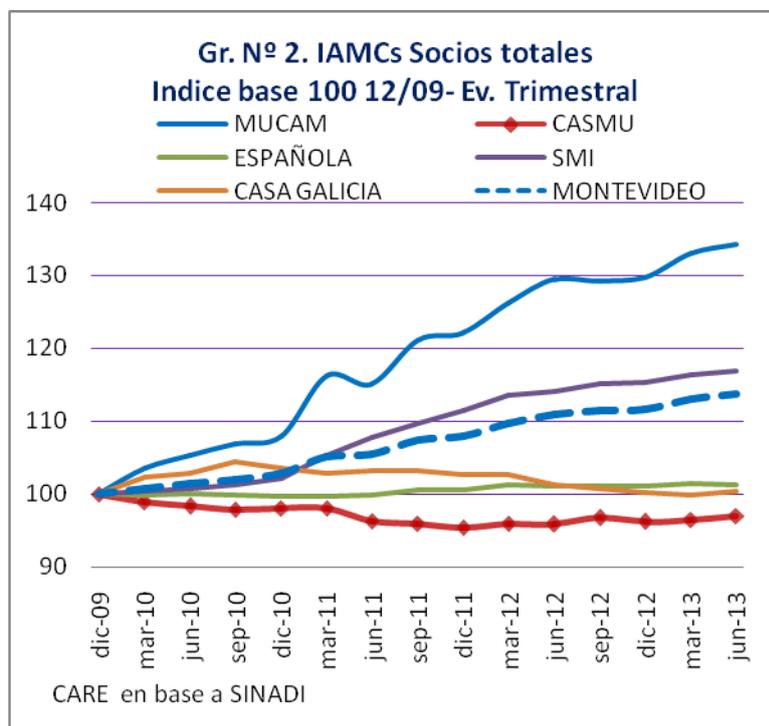
<sup>5</sup> Ver cronograma proyectado según la Ley 18,731 y el Decreto 407/2011

<sup>6</sup> En realidad lo que comienza a cuestionarse es la correlación que existe realmente entre el diseño de Metas (provisión de nuevos servicios) y el vínculo de ellas con la solución real de los principales problemas de salud de la población.

#### 4. CASA DE GALICIA EN EL SISTEMA MUTUAL

El proyecto de reestructura de pasivos y cambios institucionales de CG, al igual que el de las IAMCs que lo precedieron, se ha venido adecuando a los cambios que la JUNASA viene acordando con la mutualista a través del contrato de gestión y las variantes en un modelo de exigencias crecientes. Es el proceso de adecuación más reciente. Los riesgos mayores de este proceso devienen de las dificultades para administrar el mismo en un marco de restricción financiera no prevista originalmente en oportunidad de la promulgación de la Ley 18.439. Este riesgo se explica por el diferimiento en la disponibilidad de los nuevos recursos devengados con la incorporación de los nuevos contingentes de pasivos y el mismo envejecimiento de un padrón cuya composición etaria ya era problemática en el principio de la gestión.

Los números y estructura de afiliados, la capacidad de retener los actuales y la capacidad de ampliar el padrón en relación con sus estados de resultados y patrimoniales no dependen esencialmente de la capacidad de administración propia. Ello ha sido así hasta ahora pese a que en la actualidad, la atención de la calificación comienza a concentrarse en las acciones que, aún condicionadas altamente por la intervención pública, deben adoptar los administradores de la mutualista para conciliar sus proyectos con ese marco general de política que pudiera no acompañar la evolución de los proyectos exactamente con las mismas garantías explicitadas cuando se diseñaron los proyectos de reestructura.



#### 5. DISCUSION SOBRE LOS RIESGOS MÁS RELEVANTES

##### 5.1 Riesgo mercado

CG sigue teniendo dificultades considerables para retomar socios perdidos en los ejercicios previos y no está logrando incorporar cantidades significativas de los

nuevos contingentes que ingresan al régimen FONASA. Este indicador deberá ser seguido con atención pese a que el riesgo propiamente de mercado es medio bajo.

### **5.2 Riesgo de precios relativos y descalce de monedas**

El riesgo es escaso dada la presunción de que en el mediano plazo los problemas de precios relativos serán subsanados con la adecuación de la cuota como en la generalidad de las mutualistas, y/o a través de los nuevos contratos de gestión que sucederán a los actualmente en vigencia. El riesgo de descalce de moneda es muy bajo.

### **5.3 Riesgo políticas públicas**

El riesgo estricto de que la capacidad de repago de la emisión vía alteración de los fundamentos de la política de salud y su aplicación sigue siendo muy bajo. Empero, en un escenario de mayor déficit fiscal, mayores déficit del Fondo de salud y alta inflación pudieran aumentar este riesgo en el futuro inmediato. Por ahora este riesgo continúa siendo bajo.

## SECCIÓN 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 nuevamente la calificación A.uy<sup>7</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



<sup>7</sup> 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.