

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

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, abril de 2013

SUMARIO

	Página
RESUMEN GENERAL	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	15
SECCIÓN V. EL ENTORNO	24
SECCION VI. CALIFICACION DE RIESGO	34

RESUMEN

Abril 27 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: Anual

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 ¹ y para alcanzar la sostenibilidad económico financiera, se emite 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 posibilitarán 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 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.
- 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.

¹ En adelante CG

Y que asimismo el flujo de fondos futuro proporcionado por la institución no resiste algunos análisis de sensibilidad, particularmente en lo que refiere al número de afiliados. 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 precancelación de deudas. De todos estos cambios, el más relevante desde el punto de vista cuantitativo es el logro de las metas de mejora de gestión tal como se recogen en el flujo de fondos. A ello debe sumarse el efecto favorable de la progresiva incorporación de pasivos hoy asociados al régimen general del Seguro Nacional Integrado de Salud aspecto que, con criterio conservador, no ha sido considerado en los flujos futuros. Al mismo tiempo se espera también que la obtención de fondos frescos ayude 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 Casa de Galicia ² del Fondo Nacional de Salud ³, 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 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 ⁴.

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

² El fideicomitente, en adelante CG

³ En adelante FONASA

⁴ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

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 garantizados por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439⁵, 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 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: www.jimenezdearechaga.com.uy. La vigencia de la calificación se extiende como máximo a un año, según las disposiciones del regulador y de las entidades de registro o representación.

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. 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 Nº 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 1º de la Ley, el Fondo de Garantía IAMC se nutrirá según esa norma de fondos de rentas generales por un monto anual equivalente a UI 64.000.000, hasta alcanzar la

⁵ En adelante la Ley

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 número 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 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 192.000.000 UI 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 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 150.000.000 (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 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 procesa la emisión del fideicomiso financiero de oferta pública que se califica.

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 distribuirá, 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.

El Fideicomiso Financiero Casa de Galicia se constituye entre CG como Fideicomitente, RAFISA 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 JUNASA (Junta Nacional de Salud) 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 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, 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 desde la emisión

Una vez producida la emisión en diciembre de 2012 el fideicomiso recibió como contrapartida UI 164.227.052 (equivalentes a \$ 414.755.420 a diciembre de 2012) determinando una prima de emisión de UI 14.227.052 (Nota 6 a los EE.CC del fideicomiso al 31/12/12).

Al cierre del ejercicio, estos fondos se habían aplicado de la siguiente manera:

- Cancelación del préstamo puente otorgado por el BROU por \$ 100.174.063
- Cancelación de deudas que el Fideicomitente mantenía con diversos acreedores por \$ 81.254.318 (por dicho concepto a la fecha de cierre quedan pendientes de pago \$ 119.228.478)
- Por concepto de remuneraciones de funcionarios del Fideicomitente adeudados, a la fecha de cierre quedan pendientes de pago \$ 40.195.050
- Finalmente se transfieren al Fideicomitente, correspondientes a una porción de los fondos remanentes obtenidos de la colocación de títulos, la suma de \$ 65.000.000

En reunión mantenida con autoridades de la institución informaron que fueron cancelados los fideicomisos laboral y civil y que como resultado de estas operaciones se obtuvo una ganancia patrimonial (por concepto de quitas de pasivos) del orden de los \$ 250 millones.

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 agosto de 2012
- EE.CC de Casa de Galicia al 31/09/2012 con informe de auditoría
- EE.CC del Fideicomiso CG al 31/12/12 con informe de auditoría
- Información sobre cumplimiento de metas asistenciales
- Informes sobre colocación de la emisión
- Información pública sobre el sector salud.
- Información detallada y actualizada sobre afiliaciones.
- Planilla de liquidaciones FONASA por metas asistenciales
- Acta de la Asamblea Representativa del 20/03/2013, aprobando presupuesto y EE.CC por unanimidad
- Acta de la Junta Directiva del 11/03/2013, aprobando los EE.CC por unanimidad
- Entrevista con la gerencia presentando los antecedentes inmediatos así como actualizando información relevante

respecto a las gestiones llevadas adelante con los acreedores confirmando estimaciones anteriores de adhesión a las propuestas de cancelación. Asimismo, se presenta un nuevo plan de ajuste en procura de mejorar los ingresos y abatir costos de gestión.

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:	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
Valor de cada Título de Deuda:	
Interés:	4.5 % efectivo anual ⁸ 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).

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 Administradora de Fondos de Inversión S.A. que verifica el pago de los vencimientos a los beneficiarios financieros. Es también fiduciaria del mencionado fondo de garantía IAMC y de otros fideicomisos análogos vinculados a la salud y que cuentan también con la misma garantía, conoce por tanto el orden de prelación y todo lo que ocurre en torno al mismo.

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.

La evaluación incluye la formación profesional de los administradores para la toma de decisiones y para enfrentar los riesgos inherentes al negocio; su experiencia, y en general cualquier antecedente que pueda influir en la gestión. En ese sentido, la fiduciaria destaca por su amplia y variada cartera de clientes por lo que su idoneidad y experiencia están fuera de discusión.

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) si bien inferior al del cierre del ejercicio 2011 (4.75) igualmente 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. Esto habla de una sensible mejora en la productividad de la firma. Cuenta con informe de auditoría de Deloitte. Su único accionista es el BROU.

De acuerdo al informe de auditoría, RAFISA administra a la fecha de cierre 30 fideicomisos de diversa índole y un fondo de inversión.

Con fecha 5 de febrero de 2013, el Directorio de República AFISA dispuso la constitución de un Comité de Auditoría y Vigilancia.

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 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.

La cesión que se compromete en esta emisión a partir de 2013 y hasta su cancelación es la que aparece en el cuadro 1:

Cuadro 1: Cronograma de cesiones FONASA	
Saldo a partir del 31/12/12 en UI anual	
Años	UI
2013	205.550.000
2014	200.950.000
2015	16.800.000
2016	20.400.000
2017	20.400.000
2018	20.400.000
2019	20.400.000
2020	20.400.000
2021	16.800.000
2022	16.800.000
2023	16.800.000
2024	16.800.000
2025	16.800.000
2026	16.800.000
Total	626.100.000

Fuente: EE.CC fideicomiso

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 No. 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. 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 Ministerio de Salud Pública y el MEF. El 18 de enero de 2011, como ya se mencionó, el Consejo Directivo de Casa de Galicia 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.

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.

Cuadro 2: Estado de Resultados resumidos al 30 de setiembre de cada año			
(miles de \$ historicos)			
Concepto	2010	2011	2012
Ingresos Operativos	1.232.890	1.396.244	1.532.553
Costo de Bienes y Servicios	(1.178.563)	(1.341.312)	(1.510.348)
Resultado Bruto	54.327	54.932	22.205
Gastos de Administracion y Ventas	(113.456)	(110.194)	(115.695)
Resultado Operativo	(59.129)	(55.262)	(93.490)
Resultados Diversos	26.892	24.135	17.193
Resultados Financieros	(23.920)	(30.347)	(49.458)
Resultados Extraordinarios	-	-	-
Resultado del Ejercicio	(56.157)	(61.474)	(125.755)

Fuente: Casa de Galicia

Cuadro 3: Estados de Resultados expresados en % de ingresos operativos			
Concepto	2010	2011	2012
Ingresos Operativos	100%	100%	100%
Costo de Bienes y Servicios	-95,59%	-96,07%	-98,55%
Resultado Bruto	4,41%	3,93%	1,45%
Gastos de Administracion y Ventas	-9,20%	-7,89%	-7,55%
Resultado Operativo	-4,80%	-3,96%	-6,10%
Resultados Diversos	2,18%	1,73%	1,12%
Resultados Financieros	-1,94%	-2,17%	-3,23%
Resultados Extraordinarios	0,00%	0,00%	0,00%
Resultado del Ejercicio	-4,55%	-4,40%	-8,21%

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. El Resultado Operativo es clave para medir la gestión de la Institución y demuestra la incapacidad de proveer servicios de modo sustentable y que además le permita hacer frente a sus costos financieros. Esta situación al cierre del ejercicio 2012 es aún más negativa que en los dos ejercicios anteriores aunque cabe decir que la emisión que permitió comenzar a implementar las reformas planteadas es posterior a la fecha de cierre del balance comentado por lo que, obviamente, no puede reflejar su impacto.
- Los resultados negativos conducen inevitablemente a incrementar el endeudamiento y reducir el Patrimonio.
- La prestación de servicios con pérdidas es insostenible en el tiempo si no se toman medidas urgentes, como las planteadas en el Plan de Reestructura aprobado por el Poder Ejecutivo, ya

que el aumento del endeudamiento no parece posible en estas condiciones, y por lo tanto la prestación de servicios asistenciales cada día se encontraría más comprometida.

La Institución manifiesta que la emisión de los títulos que se califican forma parte de un proceso cuyo objetivo es sanear la situación económico financiera en que se encuentra. En tal sentido y a efectos de no dilatar más la puesta en práctica de algunas de las medidas propuestas en el mencionado Plan, CG recibió un préstamo puente de \$ 100 millones de parte del BROU, con garantía del Fondo IAMC y a cancelar con la presente emisión. Dicho importe se liberó en dos tramos, el primero de ellos por \$ 60 millones el día 19/01/12 y el segundo por \$ 40 millones el día 16/02/12. Algunas de las medidas que se pudieron implementar con estos fondos fueron: cancelación de pasivos caros; pago de salarios dentro de los plazos legales; implementación de un sistema de compras en régimen de pago a 8 días con importantes descuentos, entre otras. Como queda dicho, la emisión se produjo en el mes de diciembre pasado y, más allá de las medidas implementadas con el crédito puente del BROU, el grueso de las mismas se implementará a partir del año 2013.

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 espera:

- 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

Análisis de Solvencia

La quinta parte del Programa de Reestructuración se refiere a la reestructura de los pasivos. Según lo explica Casa de Galicia 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 (Cuadro 4) 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.

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
Total activo	877.480	857.981	1.058.293
Pasivo corriente	380.981	440.273	592.972
Pasivo no corriente	584.674	561.988	555.043
Total pasivo	965.655	1.002.261	1.148.015
Patrimonio	(88.175)	(144.280)	(89.722)
Razon corriente	0,34	0,31	0,31
Relacion pasivo/ingresos mes	9	9	9
Relacion pasivo/activo	1,10	1,17	1,08

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, 031 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 Casa de Galicia, 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 a quince años

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, que es el plazo de pago del fideicomiso financiero. 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 espera que el impacto de las mismas comience a reflejarse en los EE.CC del primer semestre del ejercicio en curso (aún no disponible) pero a la fecha de cierre de este informe la institución no ha presentado un nuevo flujo por lo que CARE ha mantenido el mismo utilizado en ocasión de la calificación del mes de agosto de 2012. Dichas proyecciones, resumidas y agrupadas se presentan en el cuadro que sigue en millones de pesos para el período mencionado.

En resumen las proyecciones son las siguientes:

Cuadro 5: Proyeccion flujo de caja 2011 - 2025	
Concepto (en millones de \$ de 2011)	Proyeccion CG
Caja Inicial	5
Resultados del Ejercicio	1.080
Depreciaciones	667
Quitas Fideicomiso Laboral	(48)
Quitas Concordato	(156)
Partidas sin efecto en la caja	463
Variacion creditos	(35)
Variacion Bienes de Consumo	-
Variacion Deudas Comerciales	(62)
Variacion Deudas Corrientes	33
Variacion Provisiones Corrientes	(4)
Flujos generados por operaciones	(68)
Inversiones en activo fijo	(616)
Precancelacion Fideicomiso Laboral	(71)
Precancelacion Concordato	(104)
Obligaciones Negociables	26
Flujos generados por Reestructura de deuda	(149)
Cuotas Fideicomiso Laboral	(68)
Cuotas Concordato	(109)
Variacion Deudas Financieras	(87)
Flujos generados por otras actividades financieras	(264)
Variacion Caja	446
Caja final	451
Fuente: Care en base a CG	

Los supuestos sobre los que se hicieron las proyecciones están detallados en el Prospecto y en las planillas de cálculo auxiliares así como en el informe de calificación original. Tomaban en cuenta hipótesis de evolución de afiliados, de venta de servicios, de cantidad de funcionarios y disminución de costos.

Dichos supuestos lucían, en aquella oportunidad, razonables para obtener un flujo positivo para hacer frente a su actividad y al pago de sus obligaciones. Por otra parte, siguiendo un criterio conservador no se tuvo en cuenta en esta proyección la incorporación al Fonasa de los jubilados de acuerdo a la legislación vigente. En el mes de julio del 2012 se incorporaron unos 9.000 jubilados (20%), a partir de julio de 2013 y hasta 2016 se espera se incorporen al sistema unos 8.000 jubilados más por año (esto representa un incremento de unos \$ 16.320.000 por año). De alguna forma esto compensaría alguna eventual desviación de los supuestos tales como incremento de afiliados, disminución de funcionarios y otros costos. Por ejemplo, la disminución de funcionarios se espera, fundamentalmente, a partir de jubilaciones incentivadas las cuales hasta el momento y por falta de liquidez no han podido implementarse. Como se comenta líneas arriba es otra de las medidas que se espera ejecutar a corto plazo.

Otro de los supuestos utilizados para la proyección no se estaría cumpliendo, concretamente el de afiliados, tal 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 el 2013 y el 2012 se registró una caída de 3.8%. Bastaría que sensibilizáramos los Ingresos de Prepago asumiendo una caída de 2% en el punto de partida (manteniendo de ahí en más la evolución de 0.8% anual) para que el saldo acumulado del flujo proyectado se torne negativo.

La gerencia está adoptando medidas tendientes a recuperar el nivel de afiliados lo que deberá ser tema de especial atención en futuras actualizaciones.

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

Fuente: Casa de Galicia

Por otra parte, debe recordarse que aun en el escenario más adverso referido en la sensibilización anterior, 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.

Este cuadro fue proporcionado por RAFISA 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 al 11/04/2013									
Año	Ingresos				Egresos			Total	Saldo final
	FF F. Garantía IAMC	Aportes adicionales	CASMU D	CASMU II	NUEVO CASMU	CASA DE GALICIA	AESP		
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. 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.

Transcurridos cuatro años desde el inicio de las modificaciones normativas más importantes del SNIS, y dos ejercicios de experiencia en los procesos de reestructura empresarial asistida con financiamiento público garantizado por el Estado de mutualistas de significación relevante y sustentabilidad económica comprometida, el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones ha incorporado algunas novedades. 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 es escasa⁶.

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 operativos vía incremento del gasto público.

La progresiva universalización del SNIS y de su financiamiento basado en los contratos con la JUNASA ha comenzado a evidenciar problemas de diseño e incentivos de un modelo centralizado de intervención pública, frente al cual los administradores de las IAMC deben experimentar ajustes de incierto desenlace en materia asistencial y económica.

2. Contexto General del sector IAMC

⁶ 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.

Los nuevos documentos que integran la normativa básica del 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 No. 18.731 del 7/1/2011 y las modificaciones a la misma introducidas por la No. 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 No. 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 nuevo 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°. 18.73 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 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:.. 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 pautada en la Ley 18.731 y su reglamentación. 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 y 3. Aún siendo el pago por meta sólo el 10% de los ingresos de las mutualistas, la importancia económica y organizativa de la adecuación al cumplimiento de las metas evaluadas trimestralmente con extrema rigidez impacta en términos difíciles de evaluar con precisión sobre los balances de las diferentes mutualistas.

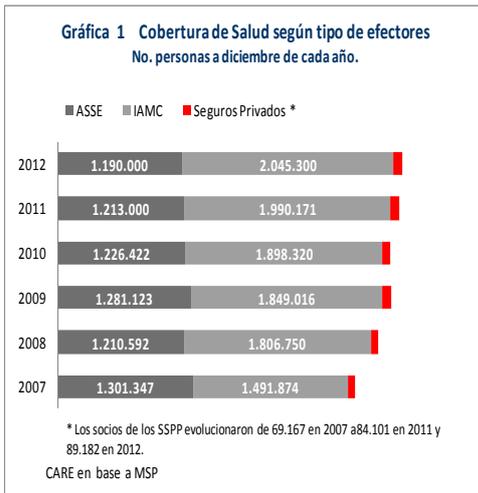
Los reguladores intentan hallar paliativos y compensaciones pero es ostensible que las alternativas de política y su financiamiento oportuno son difíciles de implementar. A manera de ejemplo, a la fecha de estas revisiones del entorno de las empresas beneficiadas por el mecanismo de garantías establecido 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 Ministerio de Economía habiendo sido algunos de ellos aprobados hace un buen tiempo por el MSP. El hecho, además de dilatar el inicio de inversiones ya muy postergadas, 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 se aproximan al 3% 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.

3. *Universalización del sistema FONASA y la intervención pública*

Al cierre de 2012 el 88% de la población atendida por los servicios de salud registrados en el SNIS ya estaban cubiertos por el Fondo. De los dos millones ochenta y cuatro mil socios de las IAMC y los Seguros, un millón ochocientos cuarenta y cinco mil aportaban al Fondo sus cuotas de salud.



Cuadro 8 Evolución de socios según mutualistas seleccionadas

Institución	No. Socios		Variación %	
	Fonasa	TOTAL	Fonasa	TOTAL
MUCAM	257.891	276.328	11,2%	6,3%
CASMU	169.774	208.847	25,9%	0,8%
ESPAÑOLA	153.540	186.488	21,1%	0,6%
SMI	109.786	121.648	10,2%	3,4%
C.C.O.U	70.094	78.142	13,2%	3,6%
CASA GALICIA	51.082	59.769	15,8%	-2,3%
T. 6 Primeras	812.167	931.222	16,2%	2,7%
MONTEVIDEO	1.057.731	1.197.353	14,9%	3,4%
INTERIOR	737.751	847.947	9,2%	1,9%
TOTAL	1.795.482	2.045.300	12,5%	2,8%

Fuente CARE en base a MSP

En julio próximo se incorporará al sistema FONASA un nuevo contingente de afiliados cuyos diferenciales de pago contribuirán a mejorar la precaria situación económica de las mutualistas cuyas calificaciones están en revisión. De acuerdo a las estimaciones presupuestales la incorporación al FONASA del contingente programado para julio del presente debería comprender 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 a ingresar en la oportunidad.

Cuadro 9 Cronograma de ingresos restantes a FONASA

- jul-13 Jub y Pens.>70 con ingresos <4 BPC
- dic-13 Conyugues o concubinos sin hijos (2/2)
- 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 ingreso (1/2) conyuges y concubinos con un hijo menor de 18 años o discapacidades a cargo

Fuentes: Ley 18,731 y Decreto 407/2011

4. Situación 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 descrito tienen las empresas para continuar la reestructura empresarial en observancia de las estimaciones de ingresos y egresos comprometidos en los planes de reestructura aprobados. A tres años del inicio de la experiencia de reestructura de las empresas más comprometidas, el sistema continúa trabajando con déficit operativos.

Cuadro 10 IAMCs Estado de Resultados Ej. 2010/2011		
ajustados por inflación	En Mills \$	Mills. U\$S eq.
Montevideo-Ing. Op. Netos	19.405	970
Resultado Operativo	-347	-17
Operat./Ing Op Netos		-1,8%
Resultado del Ejerc.	-283	-14
R.Netos/Ing Op Netos		-1,5%
Interior- Ing. Op. Netos	13.467	673
Resultado Operativo	115	6
R Operat./Ing Op Netos	0,9%	0,9%
Resultado Neto	58	3
R Neto/Ing Op Netos		0,4%
Total IAMC.s Ing. Op. Netos	32.872	1.644
Resultado Operativo	-233	-12
Operat./Ing Op Netos		-0,7%
Resultado del Ejercicio	-224	-11
R Neto/ Ing.Op Neto		-0,7%

CARE en base a SINADI/MSP Ultima información oficial al 15/4/2013

4.1 El Sector IAMC Perspectiva en 2012/2013

El MSP ha venido postergando la publicación de los balances de resultados y estados patrimoniales del sector mutual. Por otra parte los informes anuales de JUNASA no comprenden los balances mutuales, los que siguen siendo informados por el MSP y cuyos últimos datos disponibles datan del cierre del ejercicio finalizado en setiembre de 2011.

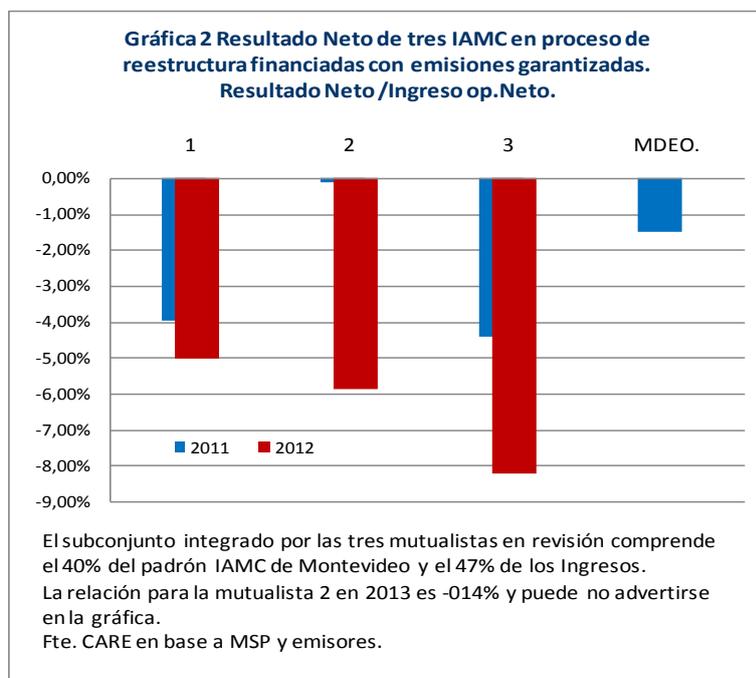
En posesión de ellos, importa señalar que las impresiones oficiales que a mediados del año pasado se poseían respecto a una eventual mejora de los resultados del mutualismo no se han verificado.

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 esta perspectiva, la extensión del pago efectivo de los nuevos ingresos al FONASA es una importante causa de retraso en la estabilización del sistema.

Aún sin contar con los números de cierre de ejercicio finalizado en setiembre pasado, no hay ninguna razón para suponer que una vez conocido, el balance agregado del sector revierta pérdidas superiores a los más de doscientos millones de pesos que tuvieron las mutualistas en el ejercicio finalizado en setiembre de 2011.

De acuerdo a los balances de tres mutualistas cuyos ingresos constituían en 2011 la mitad del ingreso de las mutualistas de Montevideo, y con los cuales trabaja CARE en la revisión de sus calificaciones originales, los déficit globales pudieran haber

aumentado en el correr del ejercicio finalizado en setiembre de 2012 y, aún, extenderse en lo que va de 2013. Efectivamente, de atender a lo que sucedió con las tres mutualistas cuyas emisiones garantizadas están siendo calificadas por CARE, entre ellas, la que en este informe se revisa, el agregado IAMC debería presentar número negativos mayores una vez conocido el balance agregado a setiembre pasado.



El patrimonio de las instituciones va recogiendo la acumulación de las pérdidas y ello también se expresa en un incremento del endeudamiento, aunque en este caso el reperfilamiento de pasivos operado con arreglo a las emisiones garantizadas tiende a mejorar la relación de pasivo corriente e ingresos ⁷.

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 sin por el incremento que han tenido los volúmenes de servicios que suponía 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

⁷ A setiembre de 2011 el pasivo de las IAMCs superaba los US\$ 600 millones equivalentes, habiendo acumulado pasivos a los US\$ 60 en los dos ejercicios precedentes.

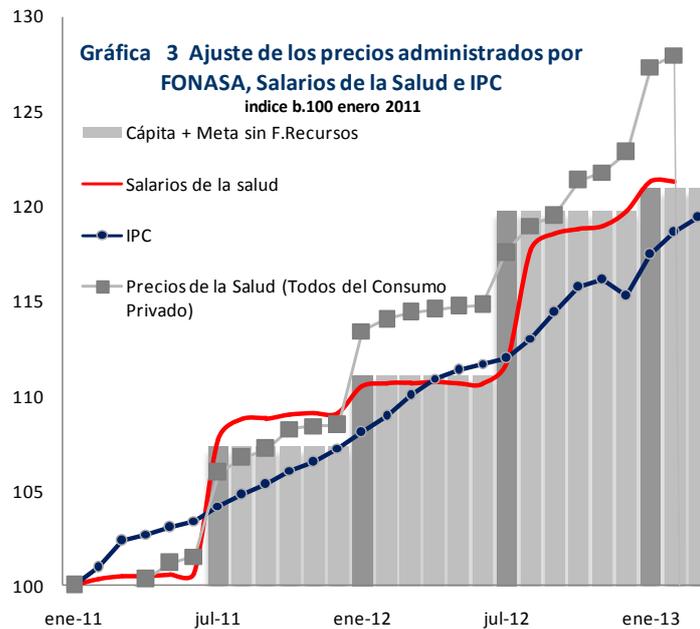
⁷ A setiembre de 2011 el pasivo de las IAMCs superaba los US\$ 600 millones equivalentes, habiendo acumulado pasivos a los US\$ 60 en los dos ejercicios precedentes.

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.

Cuadro 11 Paramétrica ajuste precios nuevos Contratos de Gestión

Rubros Índices considerados Paramétrica	Estruct.
Salarios Médicos Consejo de Salarios	27,70
Salarios No Médicos Consejo de Salarios	37,09
Medicamentos IPC Prod Med y Farm	8,79
Serv salud contratados + honorarios prof. IPC Serv Médi	10,61
Mantenimiento y Funcionamiento IPC	10,62
Materiales y Suministros* TC (75%)**	3,90
IPC (25%)	1,30

Fuente. Fuente MSP Contratos de Gestión



CARE en base a INE-MSP-JUNASA

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.⁸

Paralelamente, las dificultades financieras del Estado enlentecen la disponibilidad de fondos que algunas instituciones preveían recibir a los efectos de financiar inversión.⁹ Importa señalar, sin embargo, que el cronograma de ingreso de los nuevos contingentes al FONASA se ha venido cumpliendo y se prevé no tendrá dificultades mayores en completarse.

El aumento 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.

5. Casa de Galicia en el sistema mutual

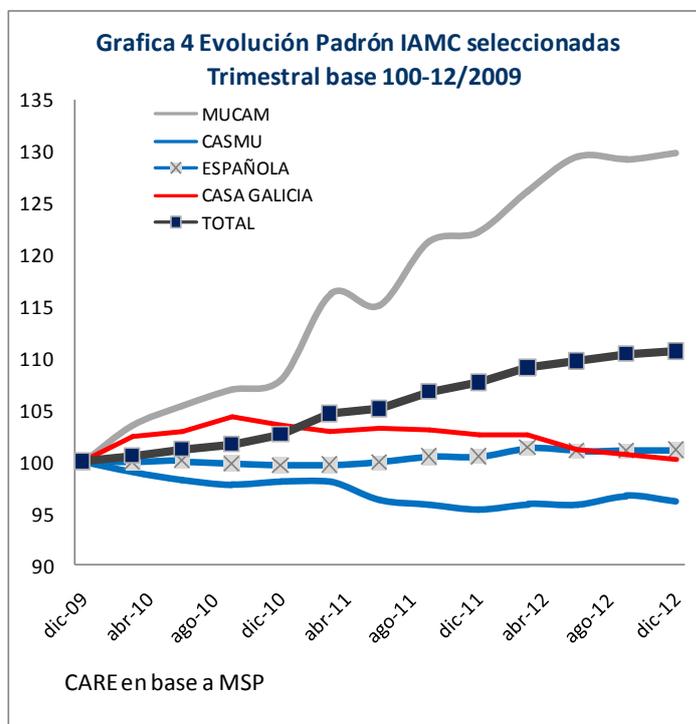
El proceso de reestructura financiera apoyada desde las garantías otorgadas por el Estado es el más novel de los que iniciara el CASMU IAMPP a partir de hace ya tres años y continuara la Asociación Española para finalizar por el momento con el proyecto de reestructura de Casa de Galicia financiado con la emisión garantizada de diciembre de 2011. De acuerdo a ello, la Institución se halla en el principio de un proceso de reestructura proyectada y financiada con arreglo a las exigencias de la Ley 18.439, y las propias exigencias derivadas de los contratos de emisión. Si bien es conocida la escasa independencia de gestión de los administradores de las IAMCs para enfrentar las contingencias de un mercado muy regulado en sus precios y cantidades, al igual que el resto de las IAMCs, Casa de Galicia enfrenta ahora el doble desafío de tener que cumplir los contratos de metas asistenciales muy exigentes y revertir en un período breve, la declinación de su participación en el mercado.

De acuerdo a los datos del MSP, Casa de Galicia cerró el ejercicio 2012 con 59.769 socios de los cuales el 85% ya integraban el régimen FONASA. Esto suponía una caída del padrón social del 2.3% en el año calendario, caída que a marzo pasado se acentuó registrándose un total de socios de 59.563 lo que supuso a esa fecha una caída porcentual para los doce meses móviles previos del 3.8% (ver cuadros 6 y 8). Si bien la Institución va a afrontar acciones en este sentido, las dificultades para revertir la caída del padrón no son sencillas de adoptar, entre otras razones por las propias dificultades de estabilizar la degradada situación económica y financiera de la institución.

⁸ Ver nuevas prestaciones normadas en el Decreto del Consejo de Ministros de 30/09/2010 reglamentando lo dispuesto por la Ley 18.426 de Defensa del Derecho de Salud Sexual y Reproductiva y otras posteriores.

⁹ Ver Cronograma proyectado según la Ley 18.731 y el Decreto 407/2011 (Cuadro N° 12).

El cambio neto de socios FONASA estuvo en línea con lo esperado y supone un incremento porcentual levemente arriba del promedio de las IAMC capitalina, en correspondencia con el potencial de cambio esperado.



6. Discusión sobre los riesgos más relevantes

6.1 Riesgo mercado

Casa de Galicia tiene dificultades importantes para superar en el nuevo marco de reestructuras, la competencia por mantener su padrón social y lograr nuevos socios, siendo este un factor relevante para el logro de la estabilidad proyectada. El riesgo se considera medio-alto.

6.2 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.

6.3 Riesgo políticas públicas

Al igual que para el conjunto del sistema mutual, en el caso de la capacidad de pago de Casa de Galicia pudiera comenzar a constituirse es un aspecto

particularmente sensible una vez evaluado el conjunto de factores de riesgo descritos en este informe. 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 y alta inflación, el eventual inicio de una puja salarial hasta ahora de menor entidad en el ámbito del mercado de trabajo, y otros elementos de inseguridad jurídica 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.uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación


Ing. Julio Preve


Cr. Martín Durán Martínez



¹⁰ 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.