

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

Montevideo, 29 de Abril 2010

Sumario

RESUMEN GENERAL	3/33
SECCION I – INTRODUCCIÓN	4/33
SECCION II - LOS TÍTULOS DE DEUDA	12/33
SECCION III - LA EMPRESA ADMINISTRADORA	17/33
SECCIÓN IV - EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	18/33
SECCIÓN V - EL ENTORNO	25/33
SECCIÓN VI - CALIFICACIÓN DE RIESGO	32/33
 ANEXO INFORME JURIDICO	

Resumen General

CARE ha calificado los títulos representativos de deuda emitidos a partir del "Fideicomiso financiero Nuevo Casmu" con la calificación A.uy de grado inversor.

La emisión de esos títulos culmina un proceso cuyos pasos anteriores son decisivos para conferir la nota. Estos pasos son:

- La formulación de una política pública, de amplia base política de sustentación, destinada a garantizar un proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del viejo CASMU.
- Vinculado a lo anterior, el ajuste de la naturaleza jurídica del anterior CASMU, a una entidad comparable a las del sistema IAMC, capaz de asumir responsabilidades.
- La aceptación por parte de los Ministerios competentes de los procesos de reestructura de toda la gestión.
- La aceptación por parte de los acreedores originales de la nueva situación que supuso cambios en el monto adeudado, los plazos de pago y las garantías, en especial al caer las cesiones de ingresos futuros del CASMU.
- La participación decisiva del Estado al proceso del blindaje jurídico tanto de reestructuración de pasivos, como de provisión de garantías para el pago de estos, así como de la emisión que se califica que provee nuevos fondos esencialmente para lograr capital de trabajo.

El blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica creada para la recuperación del CASMU, y en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado del CASMU, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades. Y que asimismo el flujo de fondos futuro proporcionado por la Institución no resiste algunos análisis de sensibilidad. Por lo tanto el fideicomiso de futuras cuotas FONASA no podría constituir en sí mismo una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado de inversión para los títulos. Así lo han entendido tanto el gobierno como la propia Institución, al acompañar los bienes fideicomitados no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia.

Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja, que se analiza en el Informe Jurídico, de litigios que puedan afectar el funcionamiento de la garantía; 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 fortaleza de la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y del llamado fideicomiso D) , 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 crucialmente, en el incremento del número de afiliados. Algunos cambios institucionales que empiezan a concretarse permiten abrir una expectativa de cambio.

RESUMEN

CALIFICACIÓN 29.04.2010

FIDEICOMISO FINANCIERO NUEVO CASMU

Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por UI 373.000.000.

Activo Fideicomitado: Créditos CASMU IAMPP contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)

Emisor: República AFISA

Fideicomitente: CASMU IAMPP

Amortización Capital: 15 años en 26 cuotas semestrales iguales y consecutivas a partir del 30.10.2012.

Pago semestral de intereses

Tasa: 5.75% en UI

Garantía: Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

Asesor Jurídico CASMU IAMPP: Estudio Olivera & Delpizzo.

Fiduciario: República AFISA

Entidad Registrante: BEVSA.

Agente Fiduciario emisión: BEVSA.

Administración y pago: República AFISA

Vigencia de la calificación: Anual.

Comité de Calificación: Ing. Julio Preve y Cra. Raquel Vázquez

Asesor Jurídico (CARE) Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause.

Calificación de riesgo: A.uy

SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos de deuda emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión S.A.¹ por UI 373.000.000 (unidades indexadas trescientos setenta y tres millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin fines de Lucro² del Fondo Nacional de Salud³ por un plazo de 15 años en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso al que esta calificación se adjunta. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC. Según estructura financiera que más adelante se describe con más detalle, CASMU IAMPP – el fideicomitente- transmite la propiedad fiduciaria del activo financiero referido a República Afisa según contrato de fideicomiso financiero de oferta pública.

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 no obstante una recomendación o una garantía de CARE para el o 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, y 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 o un interés si corresponde.⁴

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 373.000.000 UI, amortizables en 26 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 20.565.973, comprendiendo las mismas capital e intereses, pagaderas a partir del 14 de noviembre de 2012. El interés es el 5.75 % anual en UI desde la fecha de la emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda. Se establece un período de gracia de dos años, con pago semestral de intereses de UI 10.723.750 pagaderos a partir del 14 de noviembre de 2010. Los títulos son completamente garantidos 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

¹ el fiduciario, en adelante República Afisa.

² el fideicomitente, en adelante CASMU IAMPP.

³ en adelante FONASA

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

⁵ en adelante la Ley

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 la Cra. Raquel Vázquez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató el asesoramiento jurídico del estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause: www.jimenezdearechaga.com.uy.

La vigencia de la calificación, atento a disposiciones del regulador (BCU) es de un año.

2. Antecedentes generales

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de CASMU IAMPP, cierra un complejo proceso iniciado hace ya mucho tiempo, compuesto por transformaciones societarias, cambios en la organización de la gestión, modificaciones en la estructura de capital, compromisos con el gobierno, los acreedores y los médicos, etc.

Este proceso de reestructura tiene por objeto sanear la situación económico financiera en que se encontraba el Centro de Asistencia del Sindicato Médico del Uruguay ("CASMU"), que originalmente constituía un organismo adscripto sin personería jurídica independiente, integrado al patrimonio del SMU.

Este proceso se desarrolló sobre cuatro pilares fundamentales:

(a) **La escisión de los servicios asistenciales** brindados a través del Centro de Asistencia del SMU (CASMU), constituyendo una nueva entidad independiente y separada del SMU que asumiera las actividades asistenciales de dicho Centro de Asistencia, y a la vez resultara capaz de actuar en su nombre sin involucrar al SMU. Dicha escisión, producida el cinco de marzo de 2009 según acta de escisión del Esc. Federico Pérez del Castillo, implicó la transferencia a título universal de los bienes, derechos y obligaciones vinculados a la actividad asistencial del Sindicato Médico del Uruguay, que surgieron del balance especial aprobado conjuntamente con la escisión, así como de todas las relaciones contractuales vinculadas con la misma actividad. La Asamblea General Extraordinaria del SMU resolvió también la incorporación de Cristalind S.A. a la nueva entidad asistencial producto de la escisión. La ley 18439, que crea un fondo de garantía para la reestructuración de pasivos de las IAMC, ya desde su exposición de motivos expresamente incluyó la situación del SMU y previó un procedimiento de escisión especial, comentado en el informe jurídico que se adjunta, que da cuenta del involucramiento del Poder Ejecutivo y del Poder Legislativo en la solución del problema del CASMU como directamente afectando el interés general. El 1 de octubre de 2009, se culminó la incorporación de todos los activos y pasivos de Cristalind S.A. en CASMU IAMPP, quedando de esta forma perfeccionado el nacimiento de la nueva entidad jurídica separada del SMU.

(b) **La capitalización de la nueva Institución** por parte de los médicos que trabajan en ella de acuerdo a lo previsto en el inc. 1 del artículo 49 de los estatutos de CASMU IAMPP, proceso al que ya han adherido 1285 médicos. Esta acción voluntaria supuso capitalizar el crédito equivalente al 11% de su salario, por el lapso de dos años. Las integraciones de capital en cumplimiento de esta suscripción se realizan mensualmente y serán retenidas por CASMU IAMPP de su remuneración.

(c) **El reperfilamiento de los pasivos** del SMU vinculados a su Centro de Asistencia. Esto es logrado a la vez por los siguientes mecanismos. Por una parte la Ley mencionada (18.439) en el inciso 3º infine del artículo 5 liberó las cesiones de flujos futuros con origen en el FONASA realizadas por la Institución antecesora cuando

establece: *"Los ingresos de la nueva Institución de asistencia médica colectiva que tengan causa en sus prestaciones asistenciales futuras no resultarán afectadas por negocios jurídicos o gravámenes que tengan causa anterior a la escisión."* Esto permitió renegociar con acreedores los cuales han prestado su conformidad a las nuevas condiciones de repago ofrecidas, de acuerdo a la legislación concursal establecida en la ley 18.387 del 15 de octubre de 2008. Estas nuevas condiciones que suponen quitas del orden del 30 % (treinta por ciento) a valor presente para todos los plazos acordados, han procedido de la emisión de títulos de deuda de oferta privada de fideicomisos financieros de diferentes características según los montos, en todos los casos originados en la cesión por parte del fideicomitente al fiduciario, del flujo futuro de cuotas FONASA. La conformidad con estas nuevas condiciones de pago se recoge a través del llamado Acuerdo Privado de Reorganización ("APR"). El 30 de setiembre de 2009 CASMU IAMPP presentó la solicitud de homologación del Acuerdo Privado de Reorganización ("APR") al Juzgado competente que contó con la adhesión del 88% de los créditos quirografarios, fue admitido por la Sede judicial el 9 de febrero de 2010, y fue finalmente homologado el 16 de marzo de 2010 sin que ningún acreedor emplazado se hubiera opuesto en tiempo hábil.

Cabe destacar que para el caso del fideicomiso llamado fideicomiso D, creado para repagar los pasivos de más de 2 millones de pesos uruguayos, para los cuales el plazo es de 15 años con interés, la nueva deuda cuenta con el respaldo adicional de la garantía del Fondo de Garantía IAMC constituido por la ley 18439.

(d) **La obtención de una mejora del capital de trabajo** a través del Fideicomiso Financiero de Oferta Pública que se califica, que tiene por objetivo contar con fondos líquidos que permitan pagar los créditos puente recibidos del Banco de la República Oriental del Uruguay y Discount Bank (Latin America) S.A., pagar los créditos laborales que la Institución mantiene con sus empleados, y obtener capital de trabajo para el giro de actividades de CASMU IAMPP. Este fideicomiso financiero de oferta pública también cuenta con el respaldo adicional de la garantía del Fondo de Garantía IAMC constituido por la ley 18439, tal como se expresa en resoluciones que más abajo se detallan y que son asimismo analizadas en el Análisis Jurídico que se anexa.

3. Antecedentes detallados

Los antecedentes detallados dan cuenta de un complejo proceso que recoge en esencia lo siguiente:

- I. La formulación de una política pública, de amplia base de sustentación, destinada a garantizar un proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del viejo CASMU.
- II. Vinculado a lo anterior, el ajuste de la naturaleza jurídica del anterior CASMU, a una entidad comparable a las del sistema IAMC.
- III. La aceptación por parte de los ministerios competentes de los procesos de reestructura
- IV. La aceptación por parte de los acreedores de la nueva situación
- V. La constitución de la garantía por parte del Estado al proceso del blindaje jurídico tanto de reestructuración de pasivos, como de provisión de nuevos fondos provenientes de la emisión que se califica, para lograr capital de trabajo, pagar créditos laborales y otros, y recuperar garantías.

I

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 nutre de fondos provenientes 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 disminuya en algún período, el Fondo de Garantía IAMC se vuelve a alimentar de Rentas Generales tantas veces como sea necesario hasta alcanzar la suma total señalada precedentemente.

Sobre la base del fondo constituido por esta ley, SMU primero y CASMU IAMPP como la sucesora de la actividad asistencial de la primera después, presentaron a los administradores del Fondo de Garantía IAMC el plan de reestructuración de sus pasivos conducente a lograr su viabilidad.

Asimismo, y en el marco normativo del Fondo de Garantía IAMC, CASMU IAMPP solicitó y obtuvo dos préstamos puente, uno del Banco de la República Oriental del Uruguay y otro del Discount Bank (Latin America) S.A. a los efectos de obtener fondos necesarios para hacer frente al pago de las obligaciones salariales y de adquisición de insumos para su actividad que se fueran generando en el transcurso del proceso de reestructura.

II

Con fecha 5 de marzo de 2009 la Asamblea General Extraordinaria del SMU resolvió, al amparo de lo dispuesto en la Ley N° 18.439 de 22 de diciembre de 2008, lo siguiente: *"1.- Aprobar el Balance del SMU al 30 de Setiembre de 2008. 2.- Aprobar la escisión de los Servicios Asistenciales del SMU de acuerdo con las Bases aprobadas por el Comité Ejecutivo del SMU con fecha 25.02.2009 y por el Plebiscito del SMU del 02.03.2009. 3.- Aprobar la incorporación de Cristalind S.A. a la nueva Entidad Asistencial producto de la escisión. 4.- Encomendar al Comité Ejecutivo del SMU la redacción de los Estatutos de la Nueva Entidad de acuerdo con las Bases aprobadas en el Plebiscito del 02.03.2009. Proponer una nueva Asamblea del SMU para el día 31.3.2009, para considerar las propuestas de Estatutos elaboradas por el Comité Ejecutivo"*.

Con fecha 31 de marzo de 2009, el SMU resolvió: *"1.- Determinar que la forma jurídica a adoptar por la nueva Institución, como consecuencia de la escisión de los servicios asistenciales del SMU resuelta en Asamblea General Extraordinaria de 5 de marzo de 2009, será la de Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales sin Fines de Lucro, de acuerdo a lo que establece la Ley 18.440 de 24 de diciembre de 2008.- 2.- Aprobar los Estatutos de la nueva entidad asistencial, que se denominará "CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales sin Fines de Lucro" (CASMU IAMPP)"*.

En virtud de lo dispuesto por el artículo 6° de la Ley N° 18.439 la escisión resuelta por la Asamblea General Extraordinaria del SMU del 5 y 31 de marzo de 2009 implicó la constitución de CASMU IAMPP y simultáneamente la transferencia a título universal de bienes, derechos y obligaciones vinculados a la actividad asistencial del SMU a favor de CASMU IAMPP, quien se convirtió de pleno derecho en la sucesora a título universal de todos los activos, pasivos, permisos, habilitaciones, autorizaciones y relaciones jurídicas vinculadas a los servicios asistenciales escindidos.

Con fecha 17 de abril de 2009 el Poder Ejecutivo autorizó la creación de CASMU IAMPP como Institución de Asistencia Médica Colectiva teniendo presente que se había aprobado con fecha 31 de marzo de 2009 la escisión del CASMU del SMU y se habían cumplido los presupuestos legales establecidos en el artículo 6° de la Ley 18439 citada y en la Ley 18440 de 24 de diciembre de 2008.

CASMU IAMPP fue inscripta definitivamente en el Registro de Personas Jurídicas con el Número 4677 con fecha 27 de abril de 2009 y aprobada como Institución de Asistencia Médica Colectiva por el Ministerio de Salud Pública por Resolución Número 57, de 17 de abril de 2009. Asimismo, fue inscripta en la Dirección General Impositiva con el RUT Número 21 630901 0011 y en el Banco de Previsión Social con el Número 5185138. El domicilio fiscal y constituido de CASMU IAMPP es en la calle Asilo 3336 de esta ciudad.

De acuerdo a lo establecido en sus estatutos, CASMU IAMPP no está sujeta a plazo o condición alguna y tiene por objeto *“la cobertura de asistencia médica básica, completa e igualitaria, la que en lo asistencial incluirá la aplicación de medicina preventiva y curativa, ginecología, cirugía y pediatría, como asimismo sus especialidades complementarias, especialmente, las ramas de odontología, obstetricia y asistencia farmacéutica, todo ello con los límites y alcances fijados por los artículos 1º, 15 y 16 del Decreto-ley N° 15.181, de 21 de agosto de 1981, la Ley N° 18.211, de 5 de diciembre de 2007, sus disposiciones modificativas y complementarias, y por lo dispuesto en los artículos 6º y 7º de la Ley N° 18.439, de 22 de diciembre de 2008, relativos con la prestación de servicios de emergencia. Para el cumplimiento de su objeto la Institución podrá llevar a cabo todas las actividades que resulten necesarias o convenientes a tal fin. Con el desarrollo de su objeto la Institución no perseguirá fin de lucro”*.

El 1 de octubre de 2009 se culminó con éxito la incorporación de todos los activos y pasivos de Cristalind S.A.⁶ a CASMU IAMPP, quedando de esta forma perfeccionado el nacimiento de la nueva entidad jurídica separada del SMU.

III

Por resolución N° 335/009 de fecha 21 de abril de 2009 el Poder Ejecutivo crea una Comisión Especial Veedora de la gestión y seguimiento del cumplimiento de los acuerdos asumidos por la Institución actualmente denominada “CASMU Institución Médica Privada de Profesionales Sin Fines de Lucro”, que la integró con dos representantes del Ministerio de Salud Pública; dos del MEF, dos del MTSS; un delegado de los trabajadores no médicos; un delegado de los trabajadores médicos, un representante de los usuarios y el Veedor designado por el Ministerio de Salud Pública.

Por Resolución de fecha 27 de enero de 2010 el MEF y el MSP (actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo) aprobaron el Plan de Reestructuración de pasivos de CAMU IAMPP, expresando asimismo en el considerando IV de dicha resolución que *“...esta Institución presenta una situación económica y financiera adecuada en el horizonte de proyección.”* Se dio cumplimiento así a lo establecido en los artículos 5 y 6 del Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008, extremo analizado en el informe jurídico.

IV

Paralelamente, primero CASMU y luego de la escisión de los servicios asistenciales, CASMU IAMPP, realizaron negociaciones con sus acreedores a fin de obtener una reestructuración de sus pasivos que permitiera salir de la situación concursal originariamente planteada. A estos efectos se propuso la firma de un Acuerdo Privado de Reorganización (APR) por el cual se reestructuraría el pasivo, al amparo de lo previsto en la Ley N° 18.387 de Concursos y Reorganización Empresarial, en función de los siguientes criterios:

⁶ Cristalind S.A. surge en SMU para prestar servicios de Emergencia móvil

Categoría	Monto del crédito	Plazo	Quita
A	Hasta \$ 500.000	180 días	30 %
B	Entre \$ 500.000 y \$ 1.000.000	5 años	17 %
C	Entre \$ 1,000.000 y \$ 2.000.000	10 años	2 %
D	Más de \$ 2.000.000	15 años	0 %

De conformidad con la Ley N° 18.387, para que el APR sea aplicable y oponible a todos los acreedores es necesario obtener la conformidad de al menos el 75% del pasivo quirografario reestructurado, y que sea protocolizado o sometido a homologación judicial. El APR establece que para las categorías de acreedores B, C y D, el repago de los créditos reestructurados se realizará mediante la emisión y entrega de Títulos de Deuda de Fideicomisos Financieros constituidos por CASMU IAMPP; uno para los acreedores categoría B y C y otro para los acreedores categoría D. El repago de dichos Títulos de Deuda se realizará mediante la cesión por parte de CASMU IAMPP de un porcentaje del flujo de fondos proveniente del Fondo Nacional de Salud creado por la Ley N° 18.131, y en el caso del Fideicomiso Financiero Categoría D, con el respaldo adicional de la garantía del Fondo de Garantía IAMC constituido por la Ley N° 18.439.

El 30 de setiembre de 2009 CASMU IAMPP presentó la solicitud de homologación del APR al juzgado competente que contó con la adhesión del 88 % de los créditos quirografarios, fue admitido por la sede judicial el 9 de febrero de 2010, y fue finalmente homologado el 16 de marzo de 2010 sin que ningún acreedor emplazado se hubiera opuesto en tiempo y forma.

V

Con fecha 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 26 de febrero de 2010 por resolución del Presidente de la República, se autoriza al MEF a transferir las sumas dispuestas por la Ley al Fondo de Garantía en ella creado.

Por Resolución 599 de 9 de noviembre de 2009 los Ministros de Economía y Finanzas y Salud Pública autorizaron la emisión de una garantía por hasta UI 340.690.722 (unidades indexadas trescientos cuarenta millones seiscientos noventa mil setecientos veintidós), en las condiciones establecidas en la Ley N° 18.439 d e 22 de diciembre de 2008 a los efectos de ser utilizada en el llamado "Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Categoría D" a ser constituido por CASMU IAMPP en el marco del Acuerdo Privado de Reorganización acordado con sus acreedores.

Asimismo, CASMU IAMPP negoció y acordó con los acreedores hipotecarios, a los efectos de reestructurar igualmente los pasivos mantenidos con los mismos, liberando las hipotecas existentes.

Con fecha 2 de febrero de 2010 se suscribieron los Fideicomisos:

El Fideicomiso Financiero Categoría B y C, entre CASMU IAMPP como Fideicomitente y AFISA como Fiduciario; y

El Fideicomiso Financiero Categoría D, entre CASMU IAMPP como Fideicomitente, AFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante.

Ambos Fideicomisos fueron aprobados por el Banco Central del Uruguay como fideicomisos de oferta privada, al amparo de la Ley N° 18.627⁷ e ingresados al Registro Nacional de Actos Personales. En virtud de los mismos, CASMU IAMPP cedió y transfirió a AFISA los flujos de fondos que le corresponde percibir del FONASA (los "Créditos") desde la fecha de notificación a los deudores cedidos. En efecto, el 12 de febrero de 2010 se comunicó la cesión a la JUNASA, la que se expidió el 5 de marzo de 2010 sin realizar objeciones, comunicándolo al BPS.

Conjuntamente con el proceso de obtención de firmas del APR por los acreedores de CASMU IAMPP, se inició la capitalización de la Institución por parte de sus médicos. De acuerdo con lo previsto en el inciso 1° del artículo 49 de los Estatutos de CASMU IAMPP, podrán capitalizar la Institución aquellos socios del SMU que a la fecha de constitución de CASMU IAMPP, sean trabajadores del CASMU o de Cristalind S.A., mantengan créditos contra dichas entidades y acepten voluntariamente que dichos créditos sean integrados a la Institución como aportes obligatorios. Quienes deseen capitalizar la Institución, deberán capitalizar el crédito equivalente al 11% de su salario, por el lapso de dos años, como aporte obligatorio. Las integraciones de capital en cumplimiento de esta suscripción se realizarán mensualmente y serán retenidas por CASMU IAMPP de su remuneración. Al día de la fecha, han capitalizado la Institución 1285 médicos.

Por resolución N° 619 de 26 de febrero de 2010, el MEF y el MSP autorizaron la emisión de una garantía en las condiciones establecidas en la Ley N° 18.439, a los efectos de ser utilizada en el Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU a ser constituido por CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin Fines de Lucro, en el marco de lo previsto en el Plan de Reestructuración aprobado por dichos Ministerios. Esta garantía es de 373.556.344 UI, adicionada de los intereses que puedan corresponder por hasta un máximo de 6% anual del valor nominal. CASMU IAMPP debe contra garantizar la garantía constituyendo hipoteca de inmuebles según detalle de Anexo informe jurídico. La resolución establece montos parciales según diferentes compromisos a atender (laborales, capital de trabajo, quirografarios categoría A).

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

Culmina así el iter jurídico, institucional y de política pública, diseñado para llevar adelante esta nueva etapa de la Institución.

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.

⁷ Ley N° 18.627 de 2 de diciembre de 2009 de Mercado de Valores

La información analizada fue la siguiente:

- Documento de escisión de los servicios asistenciales del SMU.
- Inscripción de la nueva entidad en los registros públicos.
- Aprobación del MSP de la nueva entidad.
- Contrato de fideicomiso Financiero de oferta pública.
- Prospecto de emisión.
- Fotocopias del Acuerdo Privado de Reorganización (APR), con sus adhesiones.
- Homologación por parte del Juez de Concursos
- Aprobación del plan de reestructuración de la Institución por el MSP y el MEF.
- Balance auditado al 30/09/2008
- Balance sin auditar al 31/03/09 (balance de transición)
- Balance auditado al 30/09/2009 individual (período 01 de abril al 30 de setiembre del 2009)
- Flujos de fondos por el período de repago de la emisión
- Anexo Jurídico realizado por el estudio Jiménez de Aréchaga Viana y Brause
- Información pública sobre el sector salud

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan *áreas de riesgo* a saber:

- a) El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos de deuda.
- b) La empresa, en este caso la fiduciaria, República AFISA.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados que dan lugar al instrumento, es decir el negocio o negocios involucrados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual.⁸

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual.⁹

⁸ Véase Tabla 1 del mismo.

⁹ Véase Tabla 2, op. cit.

SECCIÓN II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

1. Descripción general

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 NUEVO CASMU

Fideicomitente: CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin Fines de Lucro (CASMU IAMPP)

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Garante: Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC

Agente de Pago: República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

Entidad Registrante: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

Agente Fiduciario: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)

Títulos a emitirse: Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.

Activo Fideicomitado: Flujo de fondos provenientes de los créditos que CASMU IAMPP tiene contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA) por los servicios asistenciales prestados a los sujetos comprendidos en el régimen del Sistema Nacional Integrado de Salud.

Garantía: Los títulos de deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y República AFISA el 16 de octubre de 2009, en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439, para la emisión de las garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439.

Moneda: Pesos Uruguayos expresados en UI.

Importe de la emisión: UI 373.000.000 (trescientos setenta y tres millones de unidades indexadas) de valor nominal.

Interés: 5,75 % lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, sobre la base de un año de 360 días y de meses de 30 días.

Plazo: 15 años desde el 14 de mayo de 2010, siendo el vencimiento final el 14 de mayo de 2025.

Plazo de gracia: dos años, con pago de intereses en 4 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 10.723.750 pagaderas a partir del 14 de noviembre de 2010.

Amortización y Pago de intereses: Los títulos de deuda serán amortizados en 26 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 20.565.973 comprendiendo las mismas capital e intereses y pagaderas a partir del 14 de noviembre de 2012

Fuente de repago: Cesión de créditos contra el FONASA que tiene CASMU IAMPP provenientes de su actividad asistencial, en favor del "Fideicomiso Financiero Nuevo

CASMU". 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.

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.

2. El análisis jurídico en la calificación de los títulos de deuda

El blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica creada para la recuperación del CASMU, y en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado del CASMU, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades. Y que asimismo el flujo de fondos futuro proporcionado por la Institución no resiste algunos análisis de sensibilidad. Por lo tanto el fideicomiso de futuras cuotas FONASA no podría constituir una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado de inversión para los títulos. 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 como se verá.¹⁰

En efecto la garantía se crea por ley, pero se la fideicomite a Afisa transfiriéndole a ésta los fondos necesarios, de forma que este fiduciario, ante cualquier contratiempo en el pago de los títulos, desencadena el pago de la garantía de forma casi inmediata. Asimismo hay que destacar que el Fondo de Garantía se integra con recursos provenientes del Inciso 24 "Rentas Generales" lo que le da garantías de permanente solvencia. Y que el art. 5 de la Ley 18439 proporciona la garantía del Estado para la estabilidad de las disposiciones que contiene.

Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja que se analiza en el Informe Jurídico de litigios; 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, estriba en la fortaleza de la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y del llamado fideicomiso D) , y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida, que se recoge en la descripción de su operación que se transcribe del propio contrato de fideicomiso, cláusula 10.3 :**

"En virtud de dicha autorización (de emisión de garantía por hasta el monto de esta emisión) y de las previsiones del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, República AFISA, en su calidad de Fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC constituido el 16 de octubre de 2009, en caso de que se encuentren pendientes de amortización los Títulos de Deuda por insuficiencia de los fondos percibidos por la cesión de los créditos, y que el Fideicomitente no cumpla con su obligación de transferir los montos adicionales correspondientes para la amortización de los Títulos de Deuda en el plazo establecido en la cláusula 9.2 que antecede, dentro de las 48 (cuarenta y ocho) horas hábiles subsiguientes y sin necesidad de otro aviso, intimación o instrucción de especie alguna, ordenará la transferencia a la Cuenta del Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU de fondos provenientes del

¹⁰ Para evaluar todos estos aspectos, como ya se refirió CARE acudió al asesoramiento del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause, que produjo el informe que se acompaña en el Anexo, referido en adelante como el *Informe Jurídico*.

Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC en cantidad suficiente para cumplir la amortización vencida."

El análisis de la naturaleza jurídica y la capacidad y legitimación de las partes en el contrato de fideicomiso; de los propios títulos de deuda; de la adecuación de la figura creada a la legislación sobre fideicomiso financiero; la legalidad de los consentimientos recogidos; la adecuación de las garantías a la legislación específica, todos estos y otros extremos se encuentran analizados en el Anexo "Informe Jurídico".

Dicho informe divide el análisis en cuestiones de derecho público y de derecho privado, e incorpora en cada caso las posibles afectaciones a la normativa vigente así como la posibilidad de juicios que pudieran dejar sin efecto o entorpecer, el camino recorrido en todo el proceso y detallado en el capítulo de Antecedentes (I.2 y I.3).

El informe jurídico que se adjunta, respecto del Derecho Administrativo señala que *"...es destacable que a la fecha no se han iniciado acciones de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo contra el Poder Ejecutivo ni los MSP y MEF en relación a los actos administrativos dictados en el procedimiento administrativo instruido a efectos de cumplir con la Ley que creó el Fondo de garantía IAMC. Por otra parte tampoco se conocen acciones de inconstitucionalidad ante la Suprema Corte de Justicia contra alguno o todos los artículos de la Ley N° 18.439." (Anexo Informe Jurídico, pág.22)*

Sobre el derecho privado, en cuanto al propio contrato de fideicomiso financiero de oferta pública, el Informe Jurídico analiza y concluye respecto de su Constitución y Capacidad, Autorización suficiente, Legalidad, etc. Se transcribe lo señalado sobre eventualidad de reclamos:

En consecuencia, de acuerdo a la documentación analizada y a nuestro leal saber y entender, esta nueva figura jurídica "Fideicomiso NUEVO CASMU" no presenta riesgos de verse afectada por ningún tipo de acción ante tribunales, organismos gubernamentales o árbitros que pueda tener efectos significativos y adversos sobre su constitución, funcionamiento, situación financiera o sus operaciones, o que pueda afectar la validez o exigibilidad del Contrato. (Anexo Informe Jurídico, pág.23 y 24)

Respecto de los Créditos el informe analiza vigencia, transmisibilidad, título, órdenes de prelación, etc. Precisamente respecto del orden de prelación, el informe jurídico señala: *En ambos Fideicomisos de oferta privada (categoría B y C y categoría D) quedó estipulada la preferencia del Fideicomiso Nuevo CASMU en la percepción de flujos de fondos provenientes de FONASA o de la Garantía, en su caso. A estos efectos, se instruyó al Fiduciario (AFISA) de los dos Fideicomisos de oferta privada a verter dichos flujos al Fideicomiso Nuevo CASMU en caso de insuficiencia de fondos para atender los compromisos asumidos bajo este Contrato. (Anexo Informe Jurídico, pág. 23)*

En cuanto a la obligación de todos los acreedores señala (Anexo Informa Jurídico, pág.23):

La homologación del APR, no sólo significa que el mismo sea obligatorio para todos los acreedores (adherentes y no adherentes) sino que además, los acreedores comprendidos no podrán impugnar la preferencia de los títulos de deuda pública emitidos por el Fideicomiso NUEVO CASMU, puesto que la misma es reconocida y aceptada en los propios Fideicomisos que se anexan como parte integrante del Acuerdo." (Cláusula 5.4 del contrato)

El Informe Jurídico concluye finalmente (véase):

“Del análisis de las normas legales, reglamentarias y todos los actos administrativos dictados por el Poder Ejecutivo, MSP y MEF relativos al caso, todos reseñados en el cuerpo de este informe, se puede concluir que desde el punto de vista jurídico se han cumplido en tiempo y forma con los requerimientos necesarios.

En efecto, desde la creación de la nueva persona jurídica CASMU IAMPP, por escisión del SMU prevista expresamente por la Ley, hasta la aprobación del Plan de Reestructuración de Pasivos de la misma por parte del Estado, se cumplieron todas las exigencias legales y reglamentarias exigidas para la debida y eficaz utilización del Fondo de Garantía IAMC y la Reestructuración de pasivos de CASMU IAMPP.

Es destacable que a la fecha de hoy no se han iniciado acciones de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo contra el Poder Ejecutivo ni los MSP y MEF en relación a los actos administrativos dictados en el procedimiento administrativo instruido a efectos de cumplir con la Ley que creó el Fondo de Garantía IAMC.

Por otra parte, tampoco se conocen acciones de inconstitucionalidad ante la Suprema Corte de Justicia contra alguno o todos los artículos de la Ley N° 18.439.

Asimismo, desde el punto de vista del Derecho Privado, la reprogramación de los pasivos del SMU mediante el APR se realizó de acuerdo con las disposiciones de la Ley N° 18.387.

El APR homologado cumple con lo establecido en el artículo 217 de la Ley de Concursos, que remite a los artículos 138 y 139 respecto a la presentación y el contenido del acuerdo; esto es, la propuesta de convenio debe ser acompañada de un plan de continuación y un cuadro de financiamiento que incluya los recursos necesarios para la continuación de la actividad del deudor durante el periodo de cumplimiento del acuerdo, admitiéndose en forma expresa la constitución de un Fideicomiso.

La homologación del APR, no sólo significa que el mismo sea obligatorio para todos los acreedores (adherentes y no adherentes) sino que además, los acreedores comprendidos no podrán impugnar la preferencia de los títulos de deuda pública emitidos por el Fideicomiso NUEVO CASMU, puesto que la misma es reconocida y aceptada en los propios Fideicomisos que se anexan como parte integrante del Acuerdo (cláusula 5.4 del Contrato).

En ambos Fideicomisos de oferta privada (categoría B y C y categoría D) quedó estipulada la preferencia del Fideicomiso Nuevo CASMU en la percepción de flujos de fondos provenientes de FONASA o de la Garantía, en su caso. A estos efectos, se instruyó al Fiduciario (AFISA) de los dos Fideicomisos de oferta privada a verter dichos flujos al Fideicomiso Nuevo CASMU en caso de insuficiencia de fondos para atender los compromisos asumidos bajo este Contrato.

Asimismo, según surge del Prospecto, también se ha llegado a un acuerdo con los acreedores hipotecarios, lo que significa no sólo que los mismos no podrán ejecutar los bienes gravados, sino que además dichos inmuebles servirán para garantizar el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, que asegura el plan de reestructuración de CASMU IAMPP.

Finalmente, la constitución del Fideicomiso NUEVO CASMU cumple con la normativa vigente aplicable a la materia, tanto en lo que respecta a sus aspectos formales como sustanciales.

En consecuencia, de acuerdo a la documentación analizada y a nuestro leal saber y entender, esta nueva figura jurídica "Fideicomiso NUECO CASMU" no presenta riesgos de verse afectada por ningún tipo de acción ante tribunales, organismos gubernamentales o árbitros que pueda tener efectos significativos y adversos sobre su constitución, funcionamiento, situación financiera o sus operaciones, o que pueda afectar la validez o exigibilidad del Contrato."

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago al beneficiario, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma de aplicación, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita.

En conclusión, el riesgo jurídico de estructura, que por sus características, al consolidar la garantía de los títulos, conforma la parte fundamental de la calificación, se considera prácticamente inexistente.

Riesgo por iliquidez. La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de stress constituye un atributo favorable del "papel", que en este caso se verifica en todos sus términos.

SECCIÓN III. LA EMPRESA ADMINISTRADORA

Se trata de evaluar la capacidad de gestionar, de administrar un patrimonio, para lograr el cumplimiento de las obligaciones de administración que se establecen en el contrato que constituye el fideicomiso. Integra este análisis el ajuste de República Administradora de Fondos de Inversión S.A. a las disposiciones nacionales jurídicas vigentes.

República Administradora de Fondos de Inversión S.A., con domicilio en Yaguarón 1407, oficina 510, Montevideo, RUC N° 21 487378 0011, se ha inscripto en el Registro de Fiduciarios Financieros del Banco Central del Uruguay el día 2 de agosto de 2004. Comparece como Fiduciario del fideicomiso de oferta pública, y como fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC .

Es auditada por Deloitte.

La evaluación incluye la preparación 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.

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. En virtud de la sencillez de las operaciones, *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 contractuales.

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

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

CARE toma en cuenta no solo los tres últimos balances auditados como deriva de su método de análisis, sino que se beneficia de la información recogida, incluidos balances anteriores, a lo largo de ocho años durante los cuales ha calificado otros títulos de deuda –concretamente dos pagarés- así como la deuda asociada al proyecto presentado al llamado PROMOSS (Programa de Modernización del Sector Salud) del MSP implementado con cooperación del BID.

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 ofrece 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.

1. Análisis económico financiero histórico

El 31 de marzo de 2009, la Asamblea General Extraordinaria del SMU resolvió aprobar la escisión de los servicios asistenciales del SMU de acuerdo a las bases aprobadas por el Comité Ejecutivo del SMU y por el plebiscito aprobado. Asimismo se resolvió que la forma jurídica a adoptar por la nueva Institución como consecuencia de tal escisión es Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales sin Fines de Lucro y se aprobaron los estatutos sociales de la nueva sociedad asistencial que denominó "CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales sin Fines de Lucro" (CASMU-IAMPP). Todos los activos y pasivos de CASMU fueron transferidos a la nueva Institución por los valores contables al 31 de marzo de 2009. Por lo tanto es razonable realizar el análisis económico financiero de la nueva Institución considerando la historia de CASMU.

Riesgos considerados:

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

La información utilizada fueron los Estados Contables auditados correspondientes a los ejercicios finalizados al 30 /09/2006, 30/09/2007, 30/09/08 de CASMU y al 30/09/2009 de CASMU-IAMPP.

Análisis de Rentabilidad

Con fecha 30 de setiembre de 2009 CASMU-IAMPP, en su calidad de sucesor en las obligaciones del SMU derivadas de la actividad asistencial presentó ante el Juzgado Letrado de Concursos un Acuerdo Privado de Reorganización (APR) suscrito por acreedores quirografarios que representan aproximadamente el 88% del pasivo de igual naturaleza, solicitando su homologación judicial. Este APR sustituyó al concurso civil voluntario promovido oportunamente ante la misma sede por el SMU.

De acuerdo a los antecedentes relatados y fundamentalmente basados en la solicitud de concurso civil voluntario solicitado por el SMU en noviembre del 2008, ofreciendo pagar los pasivos adeudados al 31 de octubre de ese año con una quita del 70% y el pago del saldo en 60 cuotas mensuales, surge que cualquier análisis de la historia del CASMU tanto de su rentabilidad como de su solvencia, arroja cifras que avalan y justifican la solicitud de una medida tan drástica.

En el siguiente cuadro se han resumido a los solos efectos informativos los datos en miles de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los tres últimos ejercicios económicos. Para medir el resultado específico de la prestación de salud, se presentan separados los resultados por la prestación de servicios fúnebres, descontándolos del Resultado Operativo. Es de gran importancia destacar que los balances al 30 de setiembre del 2007 y 2008 no están ajustados por inflación, tratándose de cifras en pesos históricos.

Sin embargo los estados contables auditados al 30 de setiembre del 2009 sí han sido ajustados, lo que hace las cifras no comparables en algunos aspectos, ya que están nominados en monedas diferentes. Además corresponden al ejercicio iniciado el 1 de abril y finalizado el 30 de setiembre de 2009, identificados por el auditor como resultados individuales.

Cuadro 1: Estados de resultados resumidos

Concepto (en miles de pesos uruguayos)	oct/05-set/06	oct/06-set/07	oct/07- set/08
Ingresos operativos	2.438.660	2,630,575	2,805,824
Egresos operativos	-2.505.827	-2,662,701	-2,992,164
Resultado operativo (1)	-67.167	-32,126	-186,340
Resultado servicios fúnebres (2)	19.440	42,582	41,329
Subtotal (1) + (2)	-47.726	10,456	-145,011
Resultados diversos	21.028	13,519	12,017
Resultados financieros	-140.820	-115,463	-87,749
Resultado Neto	-167.519	-91,488	-220,743

Fuente: CASMU

Cuadro 2: Estado de resultados CASMU IAMPP (en pesos constantes al 30/09)

Concepto (en miles de pesos uruguayos)(x)	abr/09-set/09
Ingresos operativos	1,533,526
Egresos operativos	-1,571,862
Resultado operativo (1)	-38,336
Resultado servicios fúnebres (2)	11,063
Subtotal (1) + (2)	-27,273
Resultados diversos	-85,600
Resultados financieros	48,915
Resultado Neto	-63,958

Fuente: CASMU IAMPP

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

La constancia de los resultados operativos y netos negativos. El Resultado Operativo es clave para medir la gestión de la Institución y continúa expresando la incapacidad de proveer servicios de modo sustentable y que además le permita hacer frente a sus costos financieros.

El Resultado Neto negativo conduce inevitablemente a incrementar el endeudamiento y bajar el Patrimonio.

Según la Nota 11.3 de los Estados Contables al 30/09/2009 los Resultados Diversos incluyen una pérdida extraordinaria por la obtención del control de la empresa Cristalind S.A. de miles de pesos uruguayos 101.985. Sin esa pérdida el Resultado Neto de esos 6 meses sería positivo del orden de miles de pesos uruguayos de 38.028.

Análisis de Solvencia

El análisis anterior concluye fundamentalmente en que la Institución no solo no ha sido ni es rentable, sino que ha aumentado en forma permanente el nivel de endeudamiento, ya que la mencionada persistente obtención de resultados negativos ha sido financiada con endeudamiento, de ahí la necesidad de solicitar judicialmente un acuerdo con los acreedores.

Cuadro 3: Pasivo al 30/09 2007-2008 y 2009

CONCEPTO	30/09/07	30/09/08	30/09/09
PASIVO en miles de \$			
Deudas comerciales	552,685	607,681	637,082
Deudas financieras	910,236	956,673	823,273
Deudas diversas	775,820	795,179	969,861
Previsiones	31,923	65,241	296,513
Total Pasivo en pesos uruguayos	2,270,664	2,424,774	2,726,729
PASIVO en %			
Deudas comerciales	24%	25%	23%
Deudas financieras	40%	39%	30%
Deudas diversas	34%	33%	36%
Previsiones	1%	3%	11%
TOTAL	100%	100%	100%

Fuente: CASMU IAMPP

En este punto es importante destacar asimismo que CASMU tenía cedido un porcentaje muy importante de sus ingresos como garantía de algunos acreedores y que prácticamente no tenía libertad para el uso de los recursos genuinos, ya que los acreedores cobraban en tiempo ejerciendo el derecho de sus garantías, e incluso, cobraban por anticipado. Pero como ya se refirió fueron anuladas todas las cesiones, pasando el CASMU a administrar sus fondos, salvo los cedidos a los fideicomisos.

CASMU IAMPP, al contrario de su antecesora, no incurre más en un riesgo de moneda extranjera en compras y préstamos denominados en monedas diferentes al peso uruguayo, por reformular todo su pasivo en UI.

Análisis de Liquidez

No es el aspecto más relevante en esta calificación, ya que los títulos tienen una garantía propia, que es la cesión de cuotas FONASA.

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 económicos 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 cambios que considera relevantes. Las proyecciones se realizaron por 15 años, que es el plazo de pago del fideicomiso financiero. En resumen las proyecciones son las siguientes:

*Cuadro 4: Flujo de Fondos Proyectado por 15 años
(FLUJO DE FONDOS PREVISTOS en miles de pesos)*

Período: Febrero 2010-Marzo 2025	ACUMULADO
SALDO INICIAL	-
INGRESOS	
Ingresos operativos	113,459,559
Aumento de abonados	6,321,604
Devolución del Discount	21,000
Ingreso préstamo BROU Aguinaldo	53,000
Ingreso por Fideicomiso	790,111
INGRESOS TOTALES	120,645,274
EGRESOS	
Remuneraciones totales	68,292,402
Egresos de funcionarios mayores de 60 años	-2,802,542
Fideicomiso salarial	14,109
Salario Vacacional	3,066,251
Devolución de préstamos salariales	249,922
Medicamentos y Servicios	10,365,346
Gastos de Funcionamiento	29,962,883
Costos variables por nuevos socios	2,844,722
Inversiones	1,527,921

Egresos financieros	193,533
MEDIDAS	-1,110,228
EGRESOS TOTALES	112,604,319
Cancelación de préstamos puentes	-448,326
Cancelación de deudas salariales	-143,051
Cancelación préstamos	-62,514
Emisión Pública	-2,289,062
Acreeedores categoría A	-30,885
Acreeedores categoría B	-24,303
Acreeedores categoría C	-31,060
Acreeedores categoría D	-1,640,470
Costo del Fideicomiso Privado	-65,367
Costo de la emisión pública	-98,583
A.P.R. Cristalind S.A.	-7,635
SUBTOTAL DE EGRESOS FINANCIEROS	-4,841,256
SALDO DEL PERIODO	3,199,698

(*) Fuente en base a las proyecciones mensuales proporcionadas por CASMU IAMPP, considerando la tasa inicial del 6% en la emisión objeto de esta calificación.

Los supuestos en base a los que la Institución confeccionó el flujo de fondos son necesarios para obtener un flujo positivo que le permita hacer frente a su actividad y al pago de sus obligaciones. Es imprescindible ajustar los egresos a los ingresos y por lo tanto se deben tomar medidas. Algunas de ellas como el aumento de socios, aunque proporcionalmente en número no es muy importante, CARE no la considera como muy posible en el corto plazo, dado que hace muchos años que no ocurre y la imagen pública de la Institución parece evidenciar alguna dificultad. Además toda la reingeniería aplicada no es de fácil comprensión para la gente común, o sea el afiliado. Sin embargo, y considerando que el Consejo Directivo se encuentra implementando un nuevo Plan Estratégico en el cual se establecen cambios en la organización institucional, se estima que redundará en una mejora de la gestión y por lo tanto en los resultados.

Por otra parte se debe destacar que se cuenta con todo el apoyo estatal para lograr que la nueva Institución logre sus objetivos y que la única manera de lograr cumplirlos es con ajustes de ingresos y egresos.

Las proyecciones a 15 años implican la aplicación de una serie de supuestos muy difíciles de sostener con tanta anticipación; por eso que es más importante la razonabilidad de los primeros años. El APR logrado con los acreedores, así como la reestructura financiera, sin duda contribuirán sustancialmente a mejorar la situación económica financiera.

Los supuestos mencionados se acompañan como Anexo XII del prospecto de emisión e incluyen una reseña de medidas de ajuste de gastos y aumento de ingresos que en conjunto parecen razonables; en particular debe tenerse en cuenta que, además, el plan general de reestructura fue aprobado por los ministerios competentes. No obstante llama la atención las tasas de inflación previstas, que de todas maneras se aplican a ingresos y egresos.

CARE sensibilizó los ingresos proyectados utilizando los siguientes supuestos:

Supuesto: Los ingresos no aumentan por ingresos de más socios.

En este caso el saldo final es negativo, lo que significa que sería imprescindible lograr el aumento de socios proyectado, pero que en el momento no parece fácil de lograrse por las razones antes mencionadas.

Supuesto: Las Medidas logran solo el 50% de ahorro.

En este caso el saldo final sigue siendo positivo, incluso si se supone que no se puede poner en práctica ninguna de las medidas. Esto sugiere que la obtención de resultados favorables se vincula menos al ahorro de gastos que a la obtención de nuevos ingresos genuinos.

Las proyecciones aprobadas por los ministerios mencionados constituyen la base de la continuación de las mismas hasta el año 2025, año de vencimiento del papel objeto de esta calificación.

No obstante lo anterior, en la página 18 del Prospecto de Emisión CASMU IAMPP expone lo siguiente:

“FLUJO DE FONDOS DE ACUERDO A LAS GARANTÍAS EMITIDAS POR EL FONDO DE GARANTÍA IAMC EN ESCENARIO TOTALMENTE ADVERSO”.

En el peor de los escenarios (ni el BPS ni CASMU IAMPP cumplen con sus obligaciones desde el momento inicial), el flujo de fondos establecido por Ley de UI 64 millones anuales cubriría perfectamente en tiempo y forma las obligaciones garantizadas del Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU y del Fideicomiso Financiero CASMU D

Periodo	Ingresos	Egresos			Saldo
	Aportes Rentas Generales al Fideicomiso Fondo de Garantía IAMC	Amortizaciones Intereses y Gastos - Fideicomiso Casmu D	Amortizaciones Intereses y Gastos - Fideicomiso Nuevo CASMU	Total de Egresos	
2010 -ya integrado	124.000.000	-7.362.095	-14.415.316	-21.777.411	102.222.589
2010	4.000.000	-	-	-	106.222.589
2011	64.000.000	-7.381.035	-22.935.400	-30.316.435	139.906.154
2012	64.000.000	-33.490.799	-32.728.823	-66.219.622	137.686.532
2013	64.000.000	-32.940.077	-42.571.046	-75.511.123	126.175.409
2014	64.000.000	-32.408.295	-42.571.046	-74.979.341	115.196.068
2015	64.000.000	-31.876.513	-42.571.046	-74.447.559	104.748.509
2016	64.000.000	-31.357.844	-42.571.046	-73.928.890	94.819.619
2017	64.000.000	-30.812.949	-42.571.046	-73.383.995	85.435.624
2018	64.000.000	-30.281.167	-42.571.046	-72.852.213	76.583.411
2019	64.000.000	-29.749.385	-42.571.046	-72.320.431	68.262.980
2020	64.000.000	-29.224.888	-42.571.046	-71.795.934	60.467.046
2021	64.000.000	-28.685.822	-42.571.046	-71.256.868	53.210.178
2022	64.000.000	-28.154.040	-42.571.046	-70.725.086	46.485.092
2023	64.000.000	-27.622.258	-42.571.046	-70.193.304	40.291.788
2024	64.000.000	-27.091.933	-42.571.046	-69.662.979	34.628.809
2025	-	-	-21.834.773	-21.834.773	12.794.036
	1.024.000.000	-408.439.100	-602.766.864	-1.011.205.964	12.794.036

Fuente: Prospecto de Emisión

A partir de lo anterior se verifica que en el peor de los escenarios, la garantía cubre todas las obligaciones de los fideicomisos.

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 del pagaré no presenta riesgos, en la medida que la Institución siga en marcha. Debe subrayarse que de no mediar un aumento del número de afiliados, se harán necesarios nuevos ajustes para que los flujos arrojen saldos de signo positivo. Los antecedentes no favorecen 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. De todas maneras este aspecto no reviste para esta calificación la importancia que tiene en otras finanzas estructuradas.

Riesgo de descalce de monedas. Este riesgo, luego del proceso de reestructura es inexistente.

SECCIÓN V. EL ENTORNO

1. ANTECEDENTES

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.

1.1. Contexto general del sector IAMC

El sector de las llamadas Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC) se encuentra en un momento peculiar. En efecto, a las tensiones inherentes a la lógica del sistema, se vienen sumando las derivadas de la implementación del Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS) que ha supuesto cambios muy grandes, al punto que a partir de 2009 las empresas IAMC se han constituido en el pilar básico de la atención de salud en el Uruguay responsabilizándose por la cobertura de 1.8 millones de uruguayos.

El sistema implica la cobertura de salud a partir de un Fondo al que crecientemente aporta el Estado, cubriendo eventuales déficits. Ese Fondo se nutre en principio de aportes en función de ingresos. Lo que el Fondo vuelca luego a las instituciones es una cantidad dependiente del sexo y la edad del beneficiario, que se supone debe cubrir el servicio.

La legislación relevante para la instauración del SNIS es la siguiente:

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

1.2. La rigidez del sistema

Así como ha sido clara la ausencia en general en el sistema de conductas severas de gestión y control orientadas a no generar déficits, es notorio también que la regulación del sistema introduce rigideces en la toma de decisiones que no operan en el sentido de mejorar su fortaleza económica. Desde el punto de vista de la responsabilidad y los estímulos a la mejora de la gestión, la articulación proyectada de las empresas del sector con un marco normativo centralizado en extremo, conlleva el riesgo de remitir aún más a las políticas y decisiones de gobierno, la calidad de la administración de cada empresa.

Implementado casi por completo el SNIS la rigidez del sistema es casi total, en un nuevo contexto determinado por una transferencia en la práctica de todas las responsabilidades esenciales al gobierno, con un alcance indefinido en el tema del endeudamiento. Este deberá merecer del Estado alguna consideración especial dada la nueva lógica del sistema. Esto quiere decir que en buena medida el riesgo de administración y gestión se subsumirá paulatinamente en un cuerpo de decisión fuera del CASMU IAMPP y de las demás mutualistas.

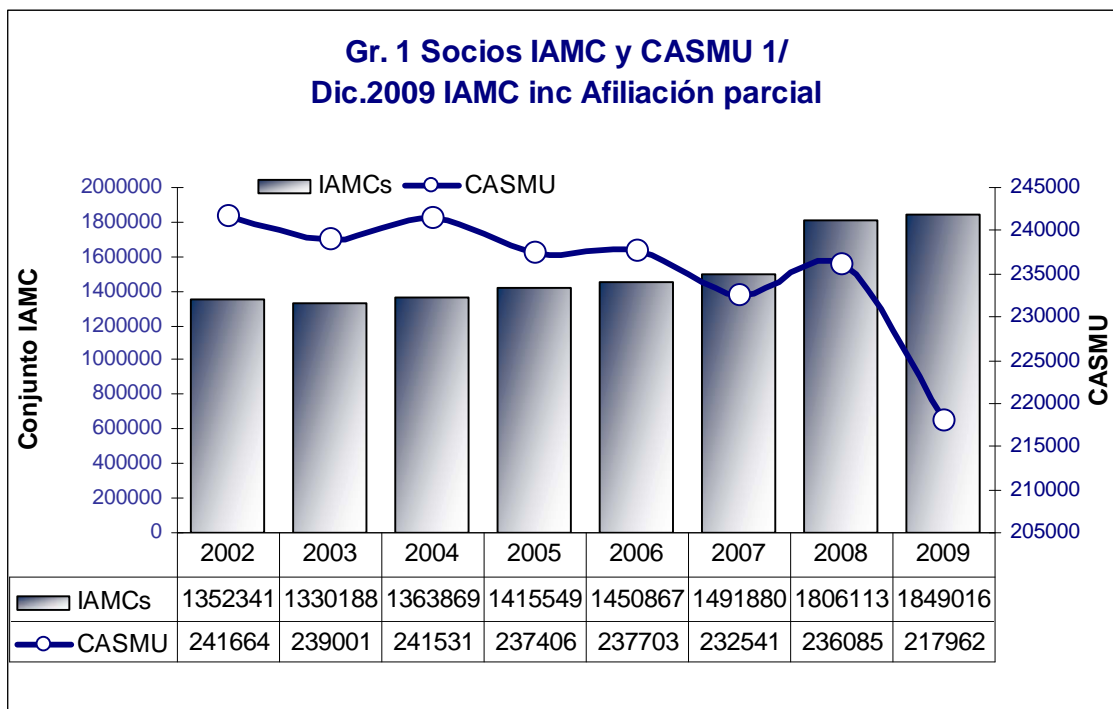
Los servicios de salud cubiertos, el valor de la cuota, de los copagos, el monto de las "cápitales", las metas asistenciales, las inversiones, todo está en buena medida fuera de la decisión de gerenciamiento de las instituciones. Incluso el endeudamiento,

cuya atención no es recogida en el monto de las cápitas, merece en especial en el CASMU IAMPP la atención e intervención oficial por los mecanismos ya referidos, en especial la ley 18439 (Creación del fondo de garantía Iamc) y su decreto reglamentario. Es más; el beneficio de una buena gestión proviene también de pagos complementarios determinados por el gobierno por cumplimiento de metas. Por ejemplo en el ejercicio finalizado en setiembre de 2009, en el subconjunto mutual sin CASMU IAMPP, el monto de los pagos realizados por este concepto alcanzaron los U\$S 40 millones, el 7% de los ingresos provenientes del rubro ingreso por cuotas.

En definitiva las decisiones esenciales acerca de la operación del sistema, provienen de determinaciones de política pública. Para el CASMU IAMPP esto es más notorio, por lo que la evaluación del riesgo de cambios en las políticas públicas es esencial.

1.3. El desarrollo reciente del sistema mutual

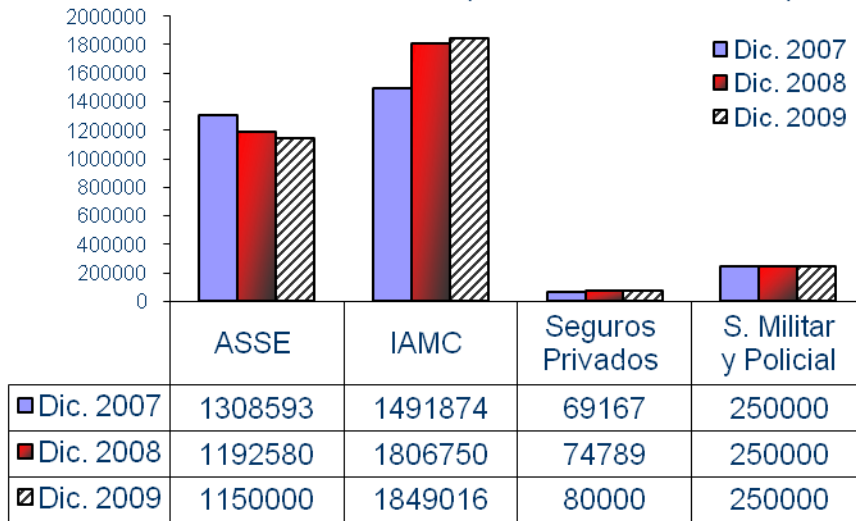
El aumento del nivel de actividad con fuertes tasas de crecimiento verificado a partir de 2003, conjuntamente con la recomposición de la capacidad adquisitiva de los ingresos y la creciente formalización del mercado de trabajo, han generado un marco en el cual las instituciones mutuales han aumentado su padrón de afiliados en términos significativos. Esto no ocurrió con el CASMU IAMPP cuya evolución a partir de mediados del 2004, es opuesta a la del sistema, como se aprecia en el cuadro y gráfico siguientes.



Fuente: MSP - CARE

Por otra parte la inclusión en el sistema IAMC de nuevos afiliados ha supuesto un cambio sustancial en la proporción de este sistema en el conjunto de la asistencia de la salud según se puede apreciar como sigue:

Gráfico 2. Composición de la cobertura Sector Salud 2007-2009 -No. afiliados (incluidos de oficio ASSE)



El crecimiento neto de la cobertura de salud fue de 204,485 usuarios completando los 3:324,119 uruguayos

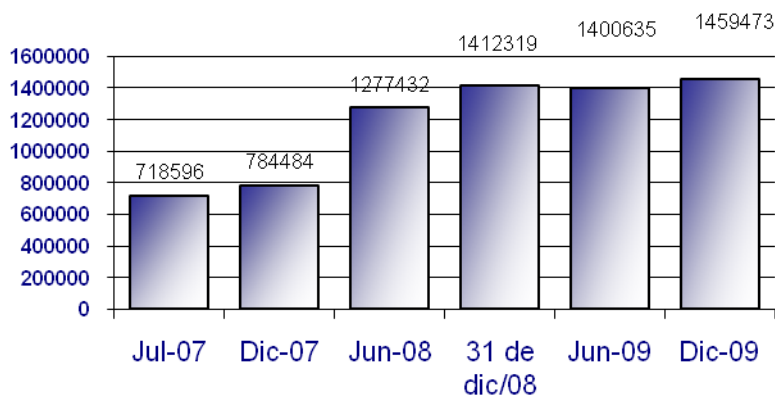
Fuente: MSP, ASSE y estimaciones CARE

Entre 2008 y 2009 ingresaron al sistema unos 360.000 nuevos socios completando 1.849.016 afiliados al sistema IAMC en el país a diciembre del 2009.

El crecimiento neto de la cobertura de salud institucionalmente registrado al término de 2009 fue de 210,000 usuarios completando los 3.330.000 uruguayos de los cuales 1.459.473 son afiliados "FONASA".

Una vez integrados los menores al registro FONASA disminuyó significativamente el crecimiento pero este se mantiene y prácticamente el aumento de la cobertura universal de salud ha sido financiada por el Fondo.

Gráfica 3. Evolución número socios FONASA en el SNIS



Fuente: M.S.P.

Importa precisar que en el nuevo mercado IAMC en lo que refiere a estructura según socios remunerados de acuerdo a su sexo y edad, las instituciones que en la ampliación del mercado hayan logrado reestructurar sus padrones con una participación FONASA adecuada y una estructura de costos más flexible que la media del sistema, tienen ventajas competitivas.

Se observa que, tal cual era previsible, la captación de los nuevos socios del sistema mutual se ha producido en un mercado en el cual las empresas se han orientado a una captación selectiva, privilegiando la afiliación en los rangos etéreos más rentables cubiertos por el seguro.

1.4. Situación económica del sector IAMC

Ya avanzado el ejercicio 2009/2010 parece existir, siguiendo las opiniones de las autoridades de la salud, evidencia suficiente como para suponer la existencia de una mejora en la estabilidad económica del sistema. Desde el punto de vista de la capacidad de pago del elevado endeudamiento sectorial y la disminución de sus costos financieros, parece estarse generando superávits primarios apreciables para que las instituciones diseñen proyectos de reperfilamiento y negociación de sus adeudos.

A continuación se presentan los resultados operativos y netos del sistema:

	2005		2006		2007		2008	
	Operativo	Global	Operativo	Global	Operativo	Global	Operativo	Global
Interior	6,1	3,7	4,1	2,3	2	1,1	5,15	4,27
Montevideo	1,65	1,65	1,04	-1,16	0,7	-0,16	-1,02	-0,3
Total IAMC	3	2	2	0,15	1	0,33	1,45	1,53
(x) Eliminando el CASMU del conjunto, el MSP sostiene que los resultados operativos de las IAMC en Montevideo pasarían a ser positivos en 2008 (0,81%) y los globales serían también positivos (1,44%)								

Fuente: MSP Informe Sistema Mutual Ejercicio 07/08

El MSP prevé que el SNIS llegará a un nivel de estabilidad económica en cuanto se consolide la salida prevista para el CASMU IAMPP. Simulando una neutralización de los resultados adversos del CASMU en el conjunto del sistema, el MSP indica que sin dichos resultados, ya en 2008 las IAMC restantes habrían tenido un superávit primario del 2.82% sobre los ingresos de las cuarenta instituciones restantes (con CASMU, 1.45%); el resultado global habría sido en dicha simulación de 2.75% (con CASMU 1.53%). Incluso –sostiene el MSP– los resultados operativo y global del subconjunto Montevideo serían positivos (0.81% y 1.44%) respectivamente.

En cuanto a la rentabilidad de las IMACs del interior del país, ésta podría verse afectada si el efector local de ASSE compitiera favorablemente con el sistema mutual.

La ponderación de las decisiones políticas respecto a que una IAMC se mantenga o no en marcha obliga a evaluar más específicamente la conveniencia y posibilidades del Estado de permitir o no una eventual insolvencia de este tipo de empresas.

De allí que, si bien los ratios o razones corrientemente utilizadas como herramientas en el análisis del riesgo del crédito, padezcan de limitaciones, operan como información importante pero no decisiva para un dictamen de calificación de riesgo.

Al no estar disponibles aún los balances del ejercicio cerrado en setiembre de 2009, se debió estimar el endeudamiento sectorial a partir de información provista por MSP.

Cuadro 6. PASIVOS DEL SISTEMA MUTUAL				
En miles \$ y miles U\$S equivalentes.				
Montevideo	2005	2006	2007	2008
Total Pasivos miles \$	6.079,7	6.343,4	6.213,9	7.040,6
Total Pasivos miles U\$S	251,7	259,4	288,3	289,1
Interior				
Total Pasivos miles \$	1.908,2	2.019,6	2.173,6	2.376,1
Total .Pasivos miles U\$S	79,0	82,6	100,9	97,6
Total IAMC				
Total Pasivos en miles de \$	7.987,9	8.362,8	8.424,6	9.420,4
Total Pasivos en miles de U\$S	330,8	342,0	390,9	386,9
Incluye CASMU - Diferencias por redondeo - TC 24,15; 24,45; 21,55 Y 24,35 a fin de 2008				

Fuente: M.S.P.

En el consolidado que incluía al CASMU al término de 2008, el endeudamiento sectorial se ubicaba en el orden de los U\$S 387 millones, utilizando el tipo de cambio de \$ 24.35 por dólar. Las estimaciones extraoficiales para el cierre del ejercicio 2009 con un tipo de cambio menor suponen un endeudamiento en esa moneda de U\$S 350 millones para el subconjunto sin CASMU IAMPP. El pasivo de esta institución en esa moneda era 127 millones al 30/09/09 que ha sido totalmente reformulada, tanto en montos (obteniéndose quitas) como en moneda, llevándose a U.I.

La situación de las instituciones IAMC se había degradado fuertemente en los años previos a la crisis de 2002 y empeoró ostensiblemente a partir de ella. Entre 2002 y 2004, el MSP con apoyo del BID implementó un sistema de financiamiento de pasivos y reestructuras empresariales mediante el cual se produjeron modificaciones relativamente importantes en la situación patrimonial del sector.

El diseño del sistema presupone la existencia de un seguro estatal implícito para cubrir desequilibrios serios en los balances de las instituciones. Los aditivos impuestos a la redacción original de la Ley 18.439 que ampliaron la posibilidad de utilización de la garantía a IAMCs que sin estar en situación de insolvencia o graves dificultades económicas presentaran planes de reestructuración de pasivos, generaron la idea que el MSP pudiera estar intentando un instrumento capaz de iniciar un proceso general de reestructura del endeudamiento con base en los nuevos instrumentos jurídicos disponibles a tales efectos.

El conocimiento posterior de la reglamentación de la Ley e información agregada descartaría esta posibilidad por ahora más allá del CASMU IAMPP.

2. EL CASMU IAMPP EN EL SISTEMA MUTUAL

Actor de primera línea del sistema, su evolución es diferente a la del conjunto de instituciones. Por la naturaleza de las acciones de gobierno involucradas y por los riesgos que su mantenimiento implica, se destacan dos aspectos de esta evolución diferencial.

- a) Por una parte el número de afiliados en su doble aspecto: la capacidad de retener los actuales, o la capacidad de participar en el crecimiento del padrón general.
- b) Por otra parte el nivel de endeudamiento con sus compromisos correspondientes de pago.

Ambos aspectos – los ingresos por afiliado y el endeudamiento- son atravesados por intervenciones de gobierno que estarán en buena medida fuera de la capacidad de gerenciamiento de la Institución.

CASMU IAMPP ha venido acentuando su incapacidad de retener asociados y compartir el crecimiento del resto del sistema mutual. Importa advertir que en este último período la Institución ha perdido socios en todos los rangos etarios, siendo esta pérdida absoluta inferior en los asociados mayores a los cuarenta y cinco años, en particular los mayores de sesenta y cinco. En la actualidad, la mitad de los socios CASMU IAMPP son mayores de cuarenta y cinco años. Ello no obstante, si el ajuste del valor de las cápitales tomara en cuenta este aspecto, la estructura etaria no tendría por qué representar una dificultad para CASMU IAMPP en el futuro.(Gráfico 1).

La gravitación en el conjunto del sistema mutual de CAMU IAMPP y los propios equilibrios generales del sistema, explican el tratamiento especial del endeudamiento de la Institución por parte del gobierno.

La escisión del CASMU del Sindicato Médico del Uruguay lo ubica desde marzo de 2009 en una Institución que si bien tiene un estatuto jurídico diferente a las IAMC se ubica ahora en similitud de responsabilidades contractuales que el resto de las instituciones del sector. En tanto, para la metodología de análisis del riesgo institucional, el CASMU IAMPP ya no presenta las salvedades y restricciones que tenía un CASMU sin estatuto jurídico independiente de su pertenencia sindical, con sus fortalezas y debilidades correspondientes.

3. DISCUSIÓN SOBRE LOS RIESGOS MÁS RELEVANTES

Dada la situación de CASMU IAMPP en el mercado, considerando su situación económica financiera actual, sin perjuicio de los renovados planteos de mejora de gestión, la posibilidad de asegurar el repago del instrumento financiero que se califica depende de la fortaleza jurídica de éste, y crucialmente del mantenimiento del sostén que le presta el gobierno a la Institución. Este apoyo tiene que ser lo suficientemente grande como para compensar y superar el riesgo más importante que refiere a la generación del flujo necesario como para mantener la empresa en marcha prestando servicios asistenciales de la calidad exigida.

3.1. Riesgo mercado

El riesgo mercado se puede dividir por el lado de los ingresos en el precio y la cantidad de afiliados. El precio es fijado por el gobierno tanto de la cuota como de las cápitales, como de los copagos. Quiere decir que el gobierno, si está interesado en la estabilidad del sistema, podemos suponer que aun con dificultades fiscales fijará

valores que no permitan hacerlo fracasar. En cambio en cuanto a la cantidad de afiliados, CASMU IAMPP tiene dificultades para retener socios y captar nuevos. Este aspecto resulta crucial para asegurar el adecuado desempeño de la Institución y no tener que apelar al uso del fondo de garantía. La Institución es consciente de esta situación, y ha puesto en marcha un plan estratégico para revertirla.

Por el lado de los egresos, también estos están prácticamente fijados. En definitiva la rigidez del sistema e incluso la convergencia planteada del gasto en salarios hacia valores compatibles con el resto del sistema, permiten mantener expectativas favorables respecto del desempeño futuro, si la supervisión general del gobierno es eficaz como se prevé.

En definitiva el riesgo derivado del mercado se considera bajo.

3.2. Riesgo de precios relativos y descalce de monedas

La disímil evolución de inflación y devaluación ofrece algunas dificultades que más bien hay que analizar a la luz de la información de los pasivos según las monedas de origen y en particular teniendo presente el eventual descalce que podría ocurrir. *En este caso el endeudamiento ha sido renegociado en UI eliminando todo riesgo de descalce.*

3.3. Riesgo políticas públicas

Se arriba aquí al aspecto central de la calificación de riesgo. Este fideicomiso financiero de oferta pública, concebido en el marco de una reorganización de la Institución con fuerte protagonismo del gobierno, ha sido totalmente blindado por éste. Legisló para adecuar jurídicamente al CASMU separado del SMU; legisló para hacer caer las cesiones de ingresos futuros; se aseguró que por la nueva ley de concursos no quedara ningún acreedor en condiciones de reclamar contra las creaciones financieras con sus correspondientes quitas; y finalmente creó por ley un mecanismo de garantía del estado con fondos públicos para terminar de blindar la emisión. Si bien pueden existir discusiones jurídicas y políticas sobre diversos aspectos de esta creación, la amplia mayoría parlamentaria que lo votó asegura su estabilidad. Si a ello le sumamos que este gobierno procede de la misma orientación que el anterior, y que en particular el actual ministro de Salud Pública es figura importante en el armado de todo el sistema, *el riesgo de cambio de políticas públicas es prácticamente inexistente.*

Corresponde además evaluar la posibilidad de que el gobierno, aun queriendo seguir adelante con todo el sistema, tuviera dificultades de financiamiento de su déficit, que en el año 2009 fue 2,5 % del PBI, y que encontrara dificultades en continuar transfiriendo cantidades crecientes de recursos al sistema. Debe tenerse presente que el déficit de la salud reflejado en el B.P.S. es del orden de 0.9% del P.I.B. en tanto antes de la introducción del FONASA era 0.4% del B.P.S.¹¹ Dada la sensibilidad especial del sector salud en general y del CASMU IAMPP en particular, es poco probable que se cambie la política o que se resolviera dejar de activar la garantía.

La posibilidad que el gobierno no aumente la cuota mutual por razones antiinflacionarias está siempre presente, pero sería un riesgo acotado, ya que si no se pudiera pagar con ingresos genuinos, se activarían los mecanismos de garantía ya descriptos.

El riesgo político, entendido como modificar toda la construcción llevada a la práctica, se considera muy bajo.

¹¹ B.C.U. Informe de Política Monetaria diciembre 2009

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 la calificación **A.uy**¹² de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación

Cra. Raquel Vázquez

Ing. Julio Preve Folle

Timbre en original impreso

Firmado electrónicamente

¹² CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

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

ANEXO INFORME JURÍDICO

Fernando Jiménez de Aréchaga
Diego Viana Martorell
Héctor B. Viana
Virginia Brause J. de Aréchaga
Nicolás Herrera Alonso
Verónica Pott

J I M E N E Z D E
A R E C H A G A
V I A N A & B R A U S E

Alberto Brause Berreta (Consultor)

Montevideo, 29 de abril de 2010

Señores

CARE

Calificadora de Riesgo

Presente

Ref.: Calificación de riesgo de Títulos de
Deuda emitidos a partir del Fideicomiso
Financiero de Reestructuración de pasivos
del Nuevo CASMU

1. Alcance del informe:

Se hace referencia al contrato de Fideicomiso Financiero de Reestructuración de Pasivos del Nuevo CASMU (el "Fideicomiso Nuevo CASMU") para la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponde percibir por CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin Fines de Lucro ("CASMU IAMPP") del Fondo Nacional de Salud ("FONASA") y la emisión de títulos de deuda, celebrado entre CASMU IAMPP como fideicomitente ("CASMU IAMPP" o "Fideicomitente"), República Administradora de Fondos de Inversión como fiduciario ("AFISA" o "Fiduciario") y Fondo de Garantía para la Reestructuración de Pasivos de Salud como garante ("Fondo de Garantía IAMC" o "Garante").

Se ha solicitado emitir una opinión legal sobre los riesgos jurídicos de las estructuras y los riesgos involucrados a la emisión de títulos de deuda pública por parte del Fiduciario, en el marco de un proceso complejo de reestructuración de pasivos del Sindicato Médico del Uruguay (“SMU” o “Sindicato” indistintamente), vinculados a su Centro de Asistencia.

2. Documentación y normas jurídicas analizadas:

A efectos del otorgamiento de esta opinión, se ha examinado especialmente la siguiente documentación y los actos jurídicos que se enumeran:

- (i) Exposición de motivos del Poder Ejecutivo al remitir el proyecto de ley que creó el Fondo de Garantía de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (“IAMC”);
- (ii) Ley N° 18.439 de 22 de diciembre de 2008 (la “Ley”).
- (iii) Decreto reglamentario de la referida Ley Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008.
- (iv) Copia del contrato de fideicomiso financiero de oferta pública (en adelante “el Contrato”) entre CASMU IAMPP como Fideicomitente, AFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía como Garante;
- (v) Copia del Acuerdo Privado de Reorganización (“APR”) celebrado entre el SMU, el CASMU y los acreedores del SMU, incluyendo sus anexos: Anexo A (Acreedores Adherentes), Anexo B (Contrato de fideicomiso financiero de oferta privada categorías B y C) y sus anexos (*APR, detalle de los acreedores, documentos de emisión de títulos de deuda B y C, cesión de créditos contra el flujo de fondos provenientes del Fondo Nacional de Salud (“FONASA”) y notificación al Banco de Previsión Social (BPS) y Junta Nacional de Salud (JUNASA)*), y Anexo C (Contrato de fideicomiso financiero de oferta privada categoría D) y sus anexos (*APR, constancia de aprobación del Ministerio de Salud Pública (MSP) y el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), detalle de los acreedores, documentos de emisión de títulos de deuda, cesión de créditos contra el flujo de fondos provenientes del FONASA y notificación a BPS y JUNASA*).



- (vi) Resoluciones del Poder Ejecutivo de 17 de abril, 30 de setiembre, 9 de noviembre de 2009; 27 de enero y 26 de febrero de 2010.
- (vii) Resolución 335/009 del MSP de 21 de abril de 2009¹.
- (viii) Copia de la resolución judicial que decreta la homologación del APR del 16.03.2010.

3. Método utilizado:

Es útil señalar que a los efectos del presente informe los aspectos jurídicos se dividieron en cuestiones de derecho público y cuestiones de derecho privado. En ambos casos se realizó un análisis exhaustivo de las estructuras jurídicas creadas y/o transformadas, su naturaleza jurídica, su adecuación a las normas especiales que constituyen el marco normativo aplicable al caso, los requisitos exigidos por las mismas y su cumplimiento en todas las etapas del proceso.

4. Análisis de la situación fáctica y las normas desde el punto de vista del Derecho Público

El Centro de Asistencia del Sindicato Médico del Uruguay (“SMU” o “Sindicato” indistintamente) era un organismo sin personería jurídica, integrado al SMU. A partir de éste, en virtud de una escisión se crea una persona jurídica que es reconocida por el Poder Ejecutivo como Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin fines de lucro (en adelante “CASMU IAMPP”).

En efecto, CASMU IAMPP surge de un proceso de escisión, capitalización y reperfilamiento de los pasivos del SMU que tiene su origen jurídico en la iniciativa del Poder Ejecutivo el que, en el año 2008 intervino en forma trascendente para resolver los casos de situación de insolvencia o de grave dificultad económica, de alguna Institución

¹ Esta Resolución crea una Comisión Especial Veedora de la gestión y seguimiento del cumplimiento de los acuerdos asumidos por CASMU IAMPP con representantes del MEF, MTSS, de trabajadores no médicos, trabajadores médicos, usuarios y el veedor del MSP.



de Asistencia Médica Colectiva (en adelante “IAMC”) pero en especial reguló el caso del Centro de Asistencia del Sindicato Médico del Uruguay (“SMU”).

El Poder Ejecutivo remitió al Parlamento el proyecto de Ley actuando en Consejo de Ministros (aunque en sustancia el proyecto fue liderado por el Ministerio de Salud Pública de la Administración pasada). Este proyecto tuvo total apoyo político y por eso fue aprobado rápidamente por el Poder Legislativo y promulgado por el Poder Ejecutivo con el N° 18.439 de 22 de diciembre de 2008 (en adelante “la Ley”).²

Por dicha Ley se creó un Fondo de Garantía para la reestructuración de Pasivos de las IAMC como un **patrimonio de afectación independiente**, destinado al repago del financiamiento que obtengan instituciones integradas al Sistema Nacional Integrado de Salud, comprendidas en el artículo 11 de la Ley N° 18.211, de 5 de diciembre de 2007.

Es importante señalar que tal Fondo de garantía se integra con recursos provenientes del Inciso 24 “Rentas Generales”, ello por cuanto da garantías de permanente solvencia.

Es muy elocuente el texto de la referida Ley, y lo es desde su génesis, en la medida que aunque el Poder Ejecutivo manifestó en oportunidad de la exposición de motivos que el destino del Fondo que se creaba era garantizar el repago del financiamiento de todas las IAMCs, que se encuentren en situación de insolvencia o de grave dificultad económica, en los términos que determinase la reglamentación, **expresamente incluyó y contempló a texto expreso la situación del SMU.**

Hay que recordar que si bien las normas “legales” en nuestro país, deben tener en su contenido, previsiones con un grado de “generalidad relevante”, en el presente caso esta Ley (como históricamente ha sucedido en otros casos) se trataría -a nuestro entender de una Ley a medida para la situación que ocasionalmente estaba pasando el

² Se agrega copia de la Ley

Sindicato. Sin importar que luego una o varias IAMCs usaran del Fondo, la Ley se inspiró y promulgó para solucionar en forma expeditiva los conflictos que tenía el Sindicato, ya que estaba en juego el interés general tutelado por nuestro Derecho de tantos afiliados a ese sistema de salud.

Así el Poder Ejecutivo, agregó en la exposición de motivos que también comprendería a aquellas situaciones que, sin estar en situación de insolvencia o de grave dificultad económica-financiera, presentasen planes de reestructuración aprobados por el Ministerio de Salud Pública, de todo o parte de sus pasivos existentes a la fecha de promulgación de la misma.

Se dispuso que para que una IAMC acceda a los beneficios que otorga dicho Fondo de garantía se debía constituir a su favor las garantías reales o de otro tipo que los administradores del Fondo le requiera.

Dicho Fondo de garantía **puede ser utilizado además para garantizar las obligaciones asumidas por fideicomisos constituidos por éstas** u otras estructuras jurídicas con autonomía patrimonial y para garantizar los créditos que se otorguen mientras se implementan los planes de reestructuración para acogerse al régimen que se proyecta.

Establece la Ley que la garantía se extinguirá simultáneamente con el cumplimiento total de los compromisos asumidos por las instituciones para la ejecución de los planes de reestructuración de pasivos aprobados.

En la Ley se previó un procedimiento de **escisión** sujeto a decisión de sus órganos (lo que en el caso que nos ocupa se efectivizó a través de la Asamblea General Extraordinaria del SMU con fecha 31 de marzo de 2009) el cual permite crear una entidad jurídica nueva a través de cualquiera de las formas previstas por la Ley para las IAMC en general.



Es de destacar que hasta ese momento la figura de la escisión solamente estaba prevista para las Sociedades Comerciales, bajo el régimen de la Ley N° 16.060 de 4 de setiembre de 1989. En el caso y como toda creación de una IAMC estaría sujeta a la aprobación del MSP.

En definitiva, se creó entonces un sistema para que las IAMC pudieran acceder a mecanismos de financiamiento, en donde no influyera el riesgo de supervivencia de cada una de ellas y de esta forma pudieran acceder a condiciones de plazos y tasas más ventajosas a las que hasta ese momento accedían.

Como ya se adelantara la Ley previó expresamente la posibilidad que el SMU pudiera disponer la escisión de sus servicios asistenciales creando una IAMC y justamente **así nace** la Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin fines de lucro (en adelante “**CASMU IAMPP**”).

Para simplificar la **transferencia de activos**, la Ley estableció que se trataría de una transferencia a **título universal de los bienes, derechos y obligaciones**.

Asimismo **previó la solidaridad entre el Sindicato y la nueva IAMC, por todos los créditos anteriores a la fecha del acto de escisión**, la exoneración de toda clase de tributos a la creación de la IAMC y la transferencia a título universal de los bienes, derechos, habilitaciones y obligaciones vinculados a la actividad asistencial del SMU.

Esta Ley fue reglamentada por el Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008. En dicho decreto se establecieron los requisitos que deberían cumplir las entidades comprendidas en el artículo 11° de la Ley 18.211³ de manera de obtener la aprobación de los planes de reestructuración y las características de los correspondientes procedimientos administrativos.

³ de 5 de diciembre de 2007 que creó, reglamentó el funcionamiento del Sistema Nacional Integrado de Salud que es el encargado de articular a los prestadores públicos y privados de atención integral a la salud.



El artículo 2° de este decreto⁴ establece que la solicitud de acceso a la garantía otorgada por el Fondo de Garantía IAMC debe presentarse ante el MSP acompañada de toda la documentación que acredite encontrarse en grave dificultad económica o estado de insolvencia, así como de los planes de reestructuración que a su criterio permitan volver viable a la Institución y se enumeran una serie de documentos que deben acompañarse entre los que se encuentran los estados contables de tres últimos ejercicios, detalle de número y calidad de afiliados, ingresos programa de reestructuración, etc. Este requisito también fue cumplido ya que el SMU en el mes diciembre de 2008 presentó para la antecesora de CASMU IAMPP (ya que fue previo a la escisión) una solicitud de acceso a la garantía otorgada por el Fondo creado.

El Plan de Reestructura que se presenta es evaluado atendiendo a verificar si las medidas de carácter administrativo, estructural, organizacional y aquellas de carácter estratégico son hábiles y suficientes para tornar a la institución viable sin afectar negativamente la prestación de los Servicios de Salud.⁵ Asimismo el Estado (MSP y Ministerio de Economía y Finanzas, en adelante “MEF”) evaluaría la suficiencia de las garantías ofrecidas para contra-garantizar las obligaciones que eventualmente deba cumplir el Fondo de Garantía IAMC.

Se entendería como viable, en caso que el sub-programa de reestructuración de pasivos implique la constitución de fideicomisos con el objetivo de obtener fondos para ejecutar los planes de reestructuración de pasivos, las entidades deberían tener en cuenta en la propuesta que presentasen ante el MSP que deberían incluir entre los bienes fideicomitados los siguientes:

- a) La securitización del documento de adeudo emitido por la entidad, que refleje los fondos necesarios para cumplir con el plan de reestructuración de pasivos, previamente aprobado por el MSP.

⁴ Decreto reglamentario de la Ley N° 18.439

⁵ Art. 3 Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008

- b) Los fondos provenientes del FONASA destinados al pago de la cuota salud de la entidad que participe en dicho fideicomiso financiero, correspondientes a las prestaciones brindadas por ésta a los usuarios incorporados al Sistema Nacional Integrado de Salud que sean necesarios para ejecutar los planes de reestructuración.⁶
- c) La transferencia de los derechos que la entidad tuviera derivados de la garantía del Estado del Fondo de Garantía IAMC. Solamente podrán ser fiduciarios en los fideicomisos creados para la estructuración de pasivos aprobados, las entidades de intermediación financiera o sociedades administradoras de fondos de inversión registradas como fiduciarios financieros por el Banco Central del Uruguay (en adelante “BCU”).⁷ En el caso se trata de AFISA.

Los Planes de Reestructuración presentados por las IAMC se aprueban por Resolución fundada del MEF y el MSP que en forma detallada establecerá las garantías reales o de otro tipo que contragaranticen las obligaciones que eventualmente deba cumplir el Fondo de Garantía IAMC. La garantía otorgada por este Fondo permanecerá vigente hasta la cancelación total del financiamiento obtenido por las instituciones. En el caso de CASMU IAMPP, el Poder Ejecutivo⁸, por Resolución de fecha 27 de enero de 2010 (que más adelante se analizará) aprobó el Plan de Reestructuración de Pasivos.

El Decreto reglamentario⁹ prevé¹⁰ que si hubiera incumplimientos por parte de las entidades¹¹ de las obligaciones que asumen como consecuencia de la aprobación de los planes de reestructuración, ello dará lugar a la aplicación de multas por el MSP y como consecuencia de ello el Fondo de Garantía debiera hacer frente a la amortización del financiamiento obtenido para la ejecución del Plan de reestructuración de pasivos, el

⁶ Art. 3 Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008

⁷ Art. 1 Decreto 171/009 de 13 de abril de 2009

⁸ Resolución aprobada por el MEF y MSP actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo.

⁹ Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008

¹⁰ Art. 10 Dec. 792/008

¹¹ IAMCs que utilicen el Fondo de Garantía Ley N° 18439.

MEF podrá ejecutar las garantías establecidas en el Art. 3° de la Ley N° 18.439 sin perjuicio de los demás derechos que le correspondan en el marco de la Ley N° 18.387.

Finalmente procede señalar que el Decreto reglamentario¹² estableció que el Poder Ejecutivo delegaba en el MEF y el MSP todas las potestades necesarias a los efectos del dictado de los actos administrativos y la suscripción de documentos vinculados con la aplicación de la Ley N° 18.439 y su decreto reglamentario.

Al respecto procede señalar que desde el punto de vista formal esta delegación merece observaciones en virtud de que el instituto de la Delegación de Atribuciones del Poder Ejecutivo regulado por el numeral 24 del artículo 168 de la Constitución de la República debe ser por Resolución, fundada y de acuerdo al artículo 160 de la Carta necesariamente aprobada en Consejo de Ministros. Entonces un Decreto no es el vehículo adecuado del Poder Ejecutivo para delegar atribuciones. En el caso que nos ocupa, aunque el Decreto se dictó en Consejo de Ministros, no se trata de una Resolución delegatoria y tampoco está fundada en forma expresa la voluntad de la delegación como lo reclama la Constitución y lo interpreta la doctrina toda.

Estimamos, no obstante la observación que tal irregularidad no merece la nota de gravedad o anulabilidad –a nuestro entender- porque es un tema formal y no hay dudas que el Poder Ejecutivo hubiera delegado siempre en dichos Ministros la materia de que se trata.

Más adelante, con fecha 17 de **abril de 2009**¹³ el Poder Ejecutivo y luego de analizar la documentación presentada por la Asamblea General Extraordinaria del SMU celebrada el 31 de marzo de 2009 que aprobó la escisión del CASMU del referido Sindicato y la creación de “CASMU IAMPP”, así como el cumplimiento de todas las normas legales y reglamentarias aplicables, autorizó al amparo de lo dispuesto en el artículo 6° de la Ley, la creación de “CASMU IAMPP” como IAMC.

¹² Art. 12 Decreto 792/008

¹³ Esta autorización fue aprobada por el MSPactuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo, por lo que es a este Poder que se le imputa el acto.

El 30 de **setiembre de 2009** CASMU IAMPP presentó la solicitud de homologación del Acuerdo Privado de Reorganización (“APR”) al Juzgado competente que contó con la adhesión del 88% de los créditos quirografarios, fue admitido por la Sede judicial el 9 de febrero de 2010 y que fuera finalmente homologado el 16 de marzo de 2010 sin que ningún acreedor emplazado se hubiera opuesto en tiempo hábil. Respecto al trámite de homologación por tratarse de un tema típicamente de Derecho Privado se analizará en profundidad en la segunda parte de este informe.

El 1º de **octubre de 2009** los activos y pasivos de Cristalind S.A.¹⁴ fueron transferidos a CASMU IAMPP. El 9 de octubre de 2009 el Consejo Directivo del CASMU IAMPP resolvió que el valor de los activos y pasivos transferidos fuese el valor contable registrado en Cristalind S.A. al 30 de setiembre de 2009.

Por Resolución de 9 de **noviembre de 2009** el Estado autorizó la emisión de una garantía por hasta UI 340.690.722 a los efectos de ser utilizada en el Fideicomiso Financiero Reestructuración de Pasivos Categoría D¹⁵ a ser constituido por CASMU IAMPP en el marco del Acuerdo Privado de Reorganización acordado con sus acreedores.

República AFISA en su carácter de Fiduciaria del “Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC” ha sido instruida irrevocablemente para que constituya y/o emita las garantías para respaldar el fiel cumplimiento del repago del financiamiento obtenido por las IAMCs que se acojan al régimen de reestructuración de pasivos previsto en la Ley que creó el fondo.

Los MEF y MSP expresamente señalaron en el Considerando IV) de la Resolución de **27 de enero de 2010** que de acuerdo a la documentación que CASMU IAMPP presentara en el procedimiento administrativo iniciado en diciembre de 2008

¹⁴ Cristalind S.A. surge en SMU ante el proyecto de la década del 90 para la Emergencia móvil del SMU, y el desarrollo de las áreas técnicas, comerciales y administrativas de la firma denominada Cristalind S.A.

¹⁵ Los pasivos categoría D son los de: Más de \$ 2.000.000, con un plazo de 15 años y con 0% de quita.

relativas al período abarcado por el plan y el flujo de caja presentado para el período diciembre 2009-noviembre 2011, y bajo los supuestos realizados, esta “...institución presenta una situación económica y financiera adecuada en el horizonte de proyección.”

Como corolario al procedimiento administrativo iniciado con la solicitud del mes de diciembre de 2008 del Sindicato para que su Centro de Asistencia Médica, por Resolución del Poder Ejecutivo de fecha 27 de **enero de 2010**¹⁶ se aprobó el Plan de Reestructuración de Pasivos de CASMU I.A.M.P.P., accediera a la garantía otorgada por el Fondo de Garantía IAMC en las condiciones previstas en el artículo 2° del Decreto 792/008 reglamentario de la Ley que creó el Fondo.

Siguiendo con las etapas administrativas correspondientes el Poder Ejecutivo por Resolución de fecha 26 de **febrero de 2010** autorizó la emisión de una garantía por hasta UI 373.556.344 correspondiente total del valor nominal de los Títulos de Deuda del Fideicomiso de Oferta Pública a ser constituido por CASMU IAMPP adicionada de los intereses que puedan corresponder, por hasta un máximo del 6% anual, y en las condiciones establecidas en la Ley.

Por dicha Resolución se estableció que CASMU IAMPP dará como contra cautela a la garantía otorgada con la constitución de una hipoteca (independientemente de los gravámenes que actualmente los afecten) de los inmuebles que se detallan (correspondientes a los servicios del Sanatorio 2 y 3, Policlínico de 8 de octubre, oficinas y anexos y Laboratorios Centrales).

Esta Resolución de fecha 26 de febrero de 2010 también dispuso que en forma complementaria a la constitución de las garantías establecidas el Fideicomitente instruirá al fiduciario del Fideicomiso de Oferta Pública para que retenga de los montos obtenidos como consecuencia de la oferta pública de los títulos de Deuda las sumas correspondientes para cancelar los adeudos con los acreedores financieros mencionados

¹⁶ Esta Resolución la dictaron los Ministros de Salud Pública y de Economía y Finanzas actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo, por eso el acto administrativo se imputa al Poder Ejecutivo.



en los literales b y d, del Considerando III.¹⁷ Asimismo se establece que el Fideicomitente dará las instrucciones correspondientes a los efectos que el fiduciario retenga de los montos obtenidos como consecuencia de la oferta pública de los certificados de participación la suma de UI 38.000.000, y que dicha suma será transferida a CASMU IAMPP el tercer día hábil del mes siguiente al de su efectiva percepción.

CASMU IAMPP cederá al fiduciario derechos de créditos, durante 24 meses, sobre el flujo de fondos del FONASA que tenga derecho a percibir por el cobro de las cuotas de salud correspondientes a los servicios de salud brindados a los usuarios integrantes del Sistema Nacional Integrado de Salud por UI 38.000.000 con incremento semestral del 2%. Dicha suma será reintegrada a CASMU IAMPP al tercer día hábil del mes siguiente al de su efectiva percepción.

Eventuales reclamaciones en materia de Derecho Administrativo

La Resolución del Poder Ejecutivo de 26 de octubre de 2009¹⁸ cuya copia se agrega y que desestima los recursos administrativos interpuestos por el Banco Bandes Uruguay S.A. contra una resolución de la JUNASA de 27 de abril de 2009 que resolvió solicitar al BPS que pague a CASMU IAMPP el monto total de las cuotas de salud que le correspondan por el mes de abril de 2009.

En la parte expositiva de esta Resolución queda clara cuál es la posición del Estado en la materia y en especial, en cuanto a la fecha en que nació CASMU IAMPP y la trascendencia de ello en cuanto a los gravámenes y negocios jurídicos que a partir de ese momento dejan de percibir las cuotas de salud FONASA por tratarse de ingresos “futuros” de acuerdo a la Ley.

AL respecto, tanto la División Jurídico Notarial del MSP, como la Fiscalía de Gobierno de 2º turno son contestes en que la parte final del inciso 3º del artículo 6º de la

¹⁷ Literal b) del Considerando III refiere a UI 211.963.709 a los efectos de atender a los acreedores financieros que actualmente cuentan con garantías otorgadas por el Fondo IAMC; el literal d) refiere a UI 29.991.297 a los efectos de atender el pago a los acreedores financieros que cuentan con garantías hipotecarias.

¹⁸ Resolución de la MSP en ejercicio de atribuciones delegadas que desestima recurso de revocación y jerárquico interpuesto por Banco Bandes Uruguay S.A. se agrega copia.

Ley desafecta los gravámenes y negocios jurídicos anteriores a la escisión, de los ingresos por prestaciones asistenciales futuras que ingresan a la nueva entidad. Se expresa que esta escisión no implica desconocimiento de derechos, puesto que inmediatamente la norma dispone que tanto el Sindicato como la institución creada (CASMU IAMPP en el caso) serán solidariamente responsables por todos los créditos a la fecha del acto de escisión.

Por otra parte es destacable que a la fecha no se han iniciado acciones de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo contra el Poder Ejecutivo ni los MSP y MEF en relación a los actos administrativos dictados en el procedimiento administrativo instruido a efectos de cumplir con la Ley que creó el Fondo de garantía IAMC.

Tampoco se conocen acciones de inconstitucionalidad ante la Suprema Corte de Justicia contra algún o todos los artículos de dicha Ley N° 18.439.

5. Análisis de la situación fáctica y las normas desde el punto de vista del Derecho Privada

Homologación del Acuerdo Privado de Reorganización (el “APR”):

Resulta importante referirnos al APR, en la medida que la calificación de riesgos de los títulos de deuda pública analizados, está íntimamente vinculada con la reprogramación de los pasivos del SMU vinculados a su Centro de Asistencia y la satisfacción de los sus acreedores quirografarios y subordinados.

En este sentido, con fecha 11 de junio de 2009, se firmó un Acuerdo Privado de Reorganización entre el SMU, CASMU IAMPP y los acreedores quirografarios del SMU, conforme con los términos establecidos en la Ley N° 18.387 (también, la “Ley de Concursos”).¹⁹

¹⁹ Ley de Declaración Judicial de Concurso N° 18.387 de 23 de octubre de 2008.

El 9 de febrero de 2010, por Auto N° 119/2010, el Juez Letrado de Primera Instancia de de Concursos de 1er. Turno dispuso la admisión del pedido de homologación del APR. La misma cumplió con todos los requisitos establecidos en el artículo 221 de la Ley de Concursos (que remite al artículo 217), a saber:

- Notificación a los acreedores no firmantes por medio de Escribano Público, acompañada de los siguientes documentos suscritos por el deudor:
 - Documentos exigidos por el artículo 7° (memoria explicativa, inventario, relación de acreedores, estados contables, estatutos, resolución del órgano de la administración que aprueba la presentación);
 - Propuesta de APR, suscrita por acreedores quirografarios representativos del 88% del pasivo quirografario con derecho a voto, con indicación del nombre, monto del crédito y fecha de la firma.

Por el mismo auto, se dispuso la admisión de la propuesta presentada, la suspensión del procedimiento concursal, la inscripción de la sentencia en el Registro Nacional de Actos Personales, Sección Interdicciones, y la publicación íntegra del auto de admisión y de un extracto de la propuesta de APR en el Diario Oficial, por el plazo de 3 días, convocando a los acreedores concursales a presentar sus oposiciones en el plazo de 20 días a partir de la última publicación.

Finalmente, por Decreto judicial N° 1414/2010 del 16 de marzo de 2010, y en virtud de la inexistencia de oposiciones en tiempo útil, se homologó el APR de conformidad con lo dispuesto por el artículo 227 de la Ley de Concursos. El auto de homologación ordenó la publicación de la aprobación judicial del convenio en el Diario Oficial por el plazo de 3 días.

El APR determinó la categorización de los acreedores quirografarios y subordinados en virtud del monto y la naturaleza de su crédito, sin perjuicio de



reconocerse que las condiciones para el pago reflejaron valores económicos equivalentes que no violan el principio de tratamiento igualitario de los acreedores.

El APR homologado cumple con lo establecido en el artículo 217 de la Ley de Concursos, que remite a los artículos 138 y 139 respecto a la presentación y el contenido del acuerdo; esto es, la propuesta de convenio debe ser acompañada de un plan de continuación y un cuadro de financiamiento que incluya los recursos necesarios para la continuación de la actividad del deudor durante el período de cumplimiento del acuerdo, admitiéndose en forma expresa la constitución de un Fideicomiso.

Fideicomisos Financieros de Oferta Privada (los "Fideicomisos")

En efecto, el APR establece la constitución de dos Fideicomisos Financieros de Oferta Privada como garantía para el pago de las obligaciones: (i) Fideicomiso Financiero Categoría B y C (para los créditos comprendidos en dichas categorías); y (ii) Fideicomiso Financiero Categoría D (para los créditos comprendidos en dicha categoría).

A través de los Fideicomisos, CASMU IAMPP amortizará los créditos reestructurados en la forma prevista en el APR; a tales efectos, se emitirán títulos de deuda entre dichos acreedores correspondientes a cada categoría de créditos, que se irán repagando con el flujo de fondos provenientes del FONASA cedido por CASMU IAMPP al Fiduciario (AFISA).

Con fecha 2 de febrero de 2010 se suscribieron los Fideicomisos:

- (i) El Fideicomiso Financiero Categoría B y C, entre CASMU IAMPP como Fideicomitente y AFISA como Fiduciario; y
- (ii) El Fideicomiso Financiero Categoría D, entre CASMU IAMPP como Fideicomitente, AFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante.

Ambos Fideicomisos fueron aprobados por el Banco Central del Uruguay como fideicomisos de oferta privada, al amparo de la Ley N° 18.627²⁰ e ingresados al Registro Nacional de Actos Personales. En virtud de los mismos, CASMU IAMPP cedió y transfirió a AFISA los flujos de fondos que le corresponde percibir del FONASA (los “Créditos”) desde la fecha de notificación a los deudores cedidos. En efecto, el 12 de febrero de 2010 se comunicó la cesión a la JUNASA, la que se expidió el 5 de marzo de 2010 sin realizar objeciones, comunicándolo al BPS.

En ambos Fideicomisos se pactó la constitución de un Fideicomiso Financiero de Oferta Pública (Fideicomiso NUEVO CASMU) para obtener del mercado el financiamiento necesario para la reestructuración global de los pasivos del Fideicomitente, en el marco del régimen de reestructuración de pasivos de la salud previsto en la Ley N° 18.439 y su Decreto Reglamentario N° 792/008 (numeral 1.6 de la cláusula primera).

Asimismo, en ambos Fideicomisos se establece en forma expresa la preferencia del Fideicomiso NUEVO CASMU (cuyos títulos de deuda son objeto de este análisis) en la recepción de los fondos del FONASA y/o de la Garantía (numeral 5.4 de la cláusula quinta).

La homologación del APR, no sólo significa que el mismo sea obligatorio para todos los acreedores (adherentes y no adherentes) sino que además, los acreedores comprendidos no podrán impugnar la preferencia de los títulos de deuda pública emitidos por el Fideicomiso NUEVO CASMU, puesto que la misma es reconocida y aceptada en los propios Fideicomisos que se anexan como parte integrante del Acuerdo.

Además, en la cláusula 14 del APR, se establecen como causales de rescisión las siguientes: a) El incumplimiento grave del SMU o del CASMU de las obligaciones de pago, entendiéndose por “grave” la omisión en el pago de por lo menos 3 cuotas sucesivas del pago de la reestructuración o la omisión de pago de cuotas que superen, en

²⁰ Ley N° 18.627 de 2 de diciembre de 2009 de Mercado de Valores

su conjunto, el 5% de los Créditos Comprendidos; b) El no otorgamiento de los Fideicomisos Financieros; c) La omisión del SMU o del CASMU de brindar información a la Comisión de Acreedores.

En todos los casos, se requerirá la declaración judicial de incumplimiento con el alcance previsto por los artículos 235 de la Ley de Concursos²¹. Esta disposición establece que en caso de incumplimiento del acuerdo, cualquier acreedor podrá solicitar al Juez que declare el concurso. La declaración de incumplimiento determina que el deudor pierde la facultad de proponer un convenio y deberá procederse a la liquidación de la masa.

Por otra parte, los acreedores con privilegio especial no integran el APR, pero el artículo 139 de la Ley de Concursos²² establece que la propuesta de convenio deberá incluir una fórmula de pago para los mismos, no obstante lo cual, luego de transcurridos cuatro meses desde la declaración del concurso o la admisión del APR, caduca la prohibición de ejecutar sus garantías, lo que eventualmente ocurriría el 9 de junio del 2010, de no arribarse a un acuerdo con dichos acreedores.

Sin embargo, cabe consignar que de acuerdo con lo que surge del Prospecto²³, CASMU IAMPP también negoció y acordó con los acreedores hipotecarios a los efectos de reestructurar los pasivos mantenidos con los mismos, liberando las hipotecas existentes de modo de poder afectar dichos inmuebles para contragarantizar el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, que asegura el plan de reestructuración de CASMU IAMPP.

En efecto, estos acreedores hipotecarios son:

²¹ Ley N° 18.387 de 23 de octubre de 2008

²² Ley N° 18.387 de 23 de octubre de 2008

²³ Página 16, Prospecto de Emisión Fideicomiso Financiero de Oferta Pública Nuevo Casmu



- Banco de la República Oriental del Uruguay (hipoteca sobre padrón N° 33.342): el crédito hipotecario continuaría amortizándose en las condiciones pactadas en la hipoteca, pero según el Prospecto (página 16) la hipoteca fue liberada con la cancelación del 50% del saldo del capital adeudado al 10/12/09.
- Nuevo Banco Comercial S.A. (hipoteca sobre padrón N° 414.628): Según surge del Prospecto (página 16) y del Contrato de Fideicomiso Financiero de Oferta Pública (cláusula 11, literal d), este crédito hipotecario será cancelado con los fondos obtenidos de la colocación de los títulos de deuda que emita el Fideicomiso.
- Bandes Uruguay Banco S.A. (hipoteca sobre padrón N° 14.693): Según surge del Prospecto (página 16) y del Contrato de Fideicomiso Financiero de Oferta Pública (cláusula 11, literal d), este crédito hipotecario será cancelado con los fondos obtenidos de la colocación de los títulos de deuda que emita el Fideicomiso.

6. Respecto al Contrato de Fideicomiso Financiero de Oferta Pública (el “Contrato”):

1. Respecto del Contrato

(i) Constitución y Capacidad. El Fideicomitente es una persona jurídica especializada en asistencia médica privada y cuenta con plena capacidad y autorización para ser titular de sus bienes, tiene competencia y facultades para suscribir el presente Contrato y obligarse conforme a sus términos, como entidad sucesora del SMU conforme con el régimen establecido en la Ley N° 18.439.

En efecto, el artículo 3° del decreto reglamentario N° 792/008 establece que el MSP puede autorizar a las instituciones comprendidas en el régimen de la Ley N° 18.439, con planes de reestructuración de pasivos debidamente aprobados, a participar como fideicomitentes en fideicomisos con los que se obtengan los fondos necesarios para ejecutar dichos planes.



(ii) Autorización Suficiente. La celebración del presente y el cumplimiento de las obligaciones y el ejercicio de los derechos que corresponden al Fideicomitente han sido debidamente autorizados, habiéndose cumplido con todos los requisitos normativos necesarios para la suscripción del mismo. Las obligaciones asumidas por el Fideicomitente bajo el presente representan obligaciones válidas, vinculantes y plenamente exigibles del Fideicomitente conforme a sus términos.

(iii) Legalidad. A nuestro leal saber y entender, la celebración del presente y el cumplimiento de las obligaciones y el ejercicio de los derechos que corresponden al Fideicomitente conforme al presente no violan ni resultan en el incumplimiento de ninguna disposición o de cualquier otra ley o norma reglamentaria que le resulte aplicable o de cualquier otro documento aplicable al Fideicomitente, ni constituyen (ni constituirán luego de efectuada cualquier notificación requerida, transcurrido cualquier período de gracia o ambas condiciones) un incumplimiento de ninguna disposición dictada por una autoridad competente o de ningún contrato, acuerdo, convenio u obligación del cual el Fideicomitente es parte o por el cual se encuentra obligado;

2. Respecto de los Créditos:

(i) Vigencia. Los Créditos están constituidos por las prestaciones que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuotas salud por los servicios prestados a los usuarios del Sistema Nacional Integrado de Salud, provenientes del FONASA o el fondo o entidad sucesora del mismo en el futuro, por la suma de UI 38.000.000 mensuales, más un incremento semestral del 2% durante 24 meses.

Cabe destacar que la Ley ²⁴ en su artículo 6 liberó las cesiones de flujos futuros con origen en el FONASA, al establecer que: *“los ingresos de la nueva institución de asistencia médica colectiva que tengan causa en sus prestaciones asistenciales futuras*

²⁴Ley N° 18.439 que creó el Fondo de Garantía IAMC

no resultarán afectadas por negocios jurídicos o gravámenes que tengan causa anterior a la escisión”.

(ii) Transmisibilidad. Los Créditos son perfectamente transmisibles por el Fideicomitente, en los términos y alcances de la Ley de Concursos y de la Ley de Títulos Valores²⁵;

(iii) Título Perfecto y Ausencia de Gravámenes. El Fideicomitente no ha vendido, cedido ni prendado los Créditos en favor de persona alguna con excepción de la cesión a favor de los Fideicomisos Financieros de oferta Privada reseñados en el presente informe y tiene título perfecto sobre los mismos, libres y exentos de todo gravamen, prenda, cargo o reclamo o derecho de garantía real y es el único titular de los mismos con plenos derechos para transmitir en fideicomiso dichos Créditos;

(iv) La contraprestación por las transferencias fiduciarias está constituida por el Precio a ser obtenido por la colocación de los Títulos de Deuda Escriturales (“TDE”). La oferta pública de los TDE, una vez recibida la autorización de oferta pública por parte del BCU y de cotización por parte de la Bolsa o las Bolsas, constituirá para el Fiduciario un acto lícito de disposición de los mismos. Ello sin perjuicio de la posibilidad de que el Fideicomitente conserve en todo o en parte los TDE en razón de no existir ofertas de compra por parte de terceros durante el período de colocación.

(v) Asimismo, la transferencia fiduciaria será un acto legítimo y oponible a terceros, sin que se advierta un demérito patrimonial del Fideicomitente que cause perjuicio a acreedores de éste. Esto excluye como posibilidad razonable eventuales acciones de fraude o de ineficacia concursal;

(vi) Los TDE constituirán obligaciones válidas, vinculantes y ejecutables de acuerdo a lo previsto en el Contrato. Otorgarán a sus titulares acción para reclamar el pago de los importes previstos en los mismos y hasta la concurrencia de los Bienes

²⁵ Decreto-Ley N° 14.701 de 12 de setiembre de 1977



Fideicomitidos (sin recurso contra el Fideicomitente), y se rigen por lo dispuesto en la LTV, el inciso primero de los artículos 25 y 27 de la Ley 17.703 del 27 de octubre de 1977 y los artículos 14 y siguientes de la Ley N° 18.627 del 2 de diciembre de 2009, según el orden de prelación dispuesto en el Contrato. Serán emitidos por AFISA y otorgarán a sus legítimos titulares el derecho literal y autónomo que en ellos se consigna, de acuerdo con los términos y condiciones que se establecen en los documentos de emisión.

7. Conclusiones

Del análisis de las normas legales, reglamentarias y todos los actos administrativos dictados por el Poder Ejecutivo, MSP y MEF relativos al caso, todos reseñados en el cuerpo de este informe, se puede concluir que desde el punto de vista jurídico se han cumplido en tiempo y forma con los requerimientos necesarios.

En efecto, desde la creación de la nueva persona jurídica CASMU IAMPP, por escisión del SMU prevista expresamente por la Ley, hasta la aprobación del Plan de Reestructuración de Pasivos de la misma por parte del Estado, se cumplieron todas las exigencias legales y reglamentarias exigidas para la debida y eficaz utilización del Fondo de Garantía IAMC y la Reestructuración de pasivos de CASMU IAMPP.

Es destacable que a la fecha de hoy no se han iniciado acciones de nulidad ante el Tribunal de lo Contencioso Administrativo contra el Poder Ejecutivo ni los MSP y MEF en relación a los actos administrativos dictados en el procedimiento administrativo instruido a efectos de cumplir con la Ley que creó el Fondo de Garantía IAMC.

Por otra parte, tampoco se conocen acciones de inconstitucionalidad ante la Suprema Corte de Justicia contra alguno o todos los artículos de la Ley N° 18.439.

Asimismo, desde el punto de vista del Derecho Privado, la reprogramación de los pasivos del SMU mediante el APR se realizó de acuerdo con las disposiciones de la Ley N° 18.387.

El APR homologado cumple con lo establecido en el artículo 217 de la Ley de Concursos, que remite a los artículos 138 y 139 respecto a la presentación y el contenido del acuerdo; esto es, la propuesta de convenio debe ser acompañada de un plan de continuación y un cuadro de financiamiento que incluya los recursos necesarios para la continuación de la actividad del deudor durante el período de cumplimiento del acuerdo, admitiéndose en forma expresa la constitución de un Fideicomiso.

La homologación del APR, no sólo significa que el mismo sea obligatorio para todos los acreedores (adherentes y no adherentes) sino que además, los acreedores comprendidos no podrán impugnar la preferencia de los títulos de deuda pública emitidos por el Fideicomiso NUEVO CASMU, puesto que la misma es reconocida y aceptada en los propios Fideicomisos que se anexan como parte integrante del Acuerdo (cláusula 5.4 del Contrato).

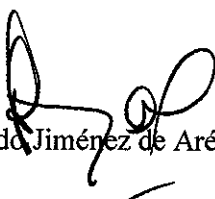
En ambos Fideicomisos de oferta privada (categoría B y C y categoría D) quedó estipulada la preferencia del Fideicomiso Nuevo CASMU en la percepción de flujos de fondos provenientes de FONASA o de la Garantía, en su caso. A estos efectos, se instruyó al Fiduciario (AFISA) de los dos Fideicomisos de oferta privada a verter dichos flujos al Fideicomiso Nuevo CASMU en caso de insuficiencia de fondos para atender los compromisos asumidos bajo este Contrato.

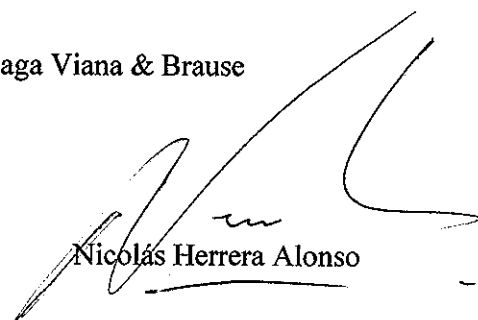
Asimismo, según surge del Prospecto, también se ha llegado a un acuerdo con los acreedores hipotecarios, lo que significa no sólo que los mismos no podrán ejecutar los bienes gravados, sino que además dichos inmuebles servirán para garantizar el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, que asegura el plan de reestructuración de CASMU IAMPP.

Finalmente, la constitución del Fideicomiso NUEVO CASMU cumple con la normativa vigente aplicable a la materia, tanto en lo que respecta a sus aspectos formales como sustanciales.

En consecuencia, de acuerdo a la documentación analizada y a nuestro leal saber y entender, esta nueva figura jurídica “Fideicomiso NUECO CASMU” no presenta riesgos de verse afectada por ningún tipo de acción ante tribunales, organismos gubernamentales o árbitros que pueda tener efectos significativos y adversos sobre su constitución, funcionamiento, situación financiera o sus operaciones, o que pueda afectar la validez o exigibilidad del Contrato.

Por Jiménez de Aréchaga Viana & Brause


Fernando Jiménez de Aréchaga


Nicolás Herrera Alonso