

**ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE  
RIESGO DE TÍTULOS REPRESENTATIVOS  
DE DEUDA EMITIDOS A PARTIR DEL  
“FIDEICOMISO FINANCIERO ASOCIACIÓN  
ESPAÑOLA”**

**CARE Calificadora de Riesgo**

**Montevideo, marzo de 2016**

---

	Página
SINTESIS Y RESUMEN GENERAL	2
SECCIÓN I INTRODUCCIÓN	4
SECCIÓN II LOS TÍTULOS DE DEUDA	8
SECCIÓN III LA EMPRESA ADMINISTRADORA. EL FIDUCIARIO	11
SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS	14
SECCION V EL ENTORNO	23
SECCIÓN VI CALIFICACIÓN DE RIESGO	25
ANEXO 1 INFORMACIÓN SECTORIAL	

---

## SINTESIS

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LA OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS POR EL FF ASOCIACION ESPAÑOLA

18-3-2016

FIDEICOMISO FINANCIERO ASOCIACIÓN ESPAÑOLA

Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública por hasta UI 330.000.000.

Activo Fideicomitido: Créditos ASOCIACION ESPAÑOLA contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)

Emisor: República AFISA

Fideicomitente: ASOCIACION ESPAÑOLA

Amortización Capital: 15 años o hasta el momento en el cual se cancelen los títulos de deuda emitidos por el Fiduciario.

Pago mensual de intereses mensualmente junto con la amortización.

Tasa: 4.4% lineal en UI

Garantía: Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

Fiduciario: República AFISA

Entidad Registrante: Scotiabak.

Entidad Representante: BEVSA.

Administración y pago por Agente de Pago: Scotiabank.

Vigencia de la calificación: hasta el 30/11/2016

La calificación puede estar sujeta a modificaciones en cualquier momento de acuerdo a la metodología de la misma.

<http://www.care.com.uy/manuales-y-notas.php?p=6&loc=uy>

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

Calificación de riesgo: A.uy

## RESUMEN GENERAL

CARE ha actualizado la calificación de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del “Fideicomiso Financiero Asociación Española” manteniendo la calificación A.uy de grado inversor.

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

- La formulación de un programa de reestructura general de toda la gestión, con claros lineamientos estratégicos y bien precisos objetivos tanto en responsabilidades asignadas como en tiempos de ejecución.
- Como parte de la reestructura prevista en el llamado Plan de Viabilidad de la Asociación Española, y para alcanzar la sostenibilidad económico financiera, se constituyó este fideicomiso que permitió cancelar deudas comerciales vencidas, reperfilar el endeudamiento financiero de corto plazo, financiar el plan de inversiones y recomponer su liquidez.
- El plan de viabilidad fue aceptado por los Ministerios de Economía y Finanzas y de Salud Pública lo que permitió a la institución acceder al Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC creado por ley. Con el respaldo de esta garantía, AE pudo acceder a recursos del mercado de capitales, a partir de la emisión de títulos representativos de deuda del fideicomiso financiero, formado por la cesión a éste del flujo de cobranzas de cuotas Fonasa, por hasta un monto de 330 millones de UI.
- El elemento sustantivo de la calificación es, no obstante, la garantía del Estado no solo en su monto y su definición política, sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en el caso de incumplimiento. En efecto el blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica, y en especial la garantía del Estado, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de AE, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades que hasta el presente no ha logrado revertir pese a proyecciones positivas para los próximos años y que la tendencia exhibida en los últimos ejercicios, parece avalar. En consecuencia el fideicomiso de cuotas FONASA no puede constituir en sí mismo una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado inversor para los títulos, al referirse a una institución que podría ofrecer dudas en cuanto a su viabilidad en virtud de su desempeño económico financiero.

<sup>1</sup> MANUAL DE CALIFICACIÓN DE FINANZAS ESTRUCTURADAS ADMINISTRADAS POR TERCEROS

- 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 constituirlos de singular eficacia.
- Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja de ocurrencia de litigios que puedan afectar el funcionamiento de la garantía, según se analizó en el Informe Jurídico oportunamente emitido y dado el tiempo transcurrido desde su vigencia; junto a la conformidad con todas las disposiciones vigentes; 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 otros de análoga naturaleza), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida.
- El desempeño futuro de la institución, para adquirir una situación confortable y mantenerse alejada de utilizar las garantías, se vincula a cambios en toda la gestión, en la propia cultura institucional, y en el aumento de los ingresos a través de dos vías. Ellas son: el incremento absoluto o al menos la estabilización del número de afiliados y la progresiva incorporación de pasivos hoy asociados al régimen general del Seguro Nacional Integrado de Salud. Esto último comenzó a hacerse efectivo a partir del mes de julio de 2012 de acuerdo al cronograma previsto en la Ley N°. 18.731 y su complementaria N°. 18.922 promulgada por el Poder Ejecutivo en el mismo mes de julio.
- El cierre del ejercicio a setiembre de 2015, sigue mostrando un resultado negativo, incluso mayor a lo esperado. Contrariamente a lo comentado en el cierre a setiembre de 2014 los cambios introducidos no parecen estar dando los resultados esperados por lo que se subraya una vez más que solo la garantía otorgada por el Estado justifica la nota conferida a esta emisión ya que los resultados económico financieros de AE, no constituyen suficiente garantía de cumplimiento.
- Como aspecto positivo, sin embargo cabe destacar que al cierre del “corralito” mutual de febrero 2016, la institución tuvo un saldo positivo de 1.696 afiliados producto de 3.930 altas y 2.234 bajas.
- Las variables de entorno no evidencian tensiones relevantes que afecten la construcción financiera

## SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

### 1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos de deuda emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión S.A.<sup>2</sup> por UI 330.000.000 (unidades indexadas trescientos treinta millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por la Asociación Española<sup>3</sup> del Fondo Nacional de Salud<sup>4</sup>, con vencimiento el 1ero. de octubre de 2027, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso considerado al momento de realizarse la calificación en agosto del año 2011. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

La calificación de riesgo, así como su actualización, supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para 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.<sup>5</sup>

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, más concretamente la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés según corresponda.<sup>6</sup>

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 330.000.000 UI, amortizables, luego del período de gracia, mensualmente durante 15 años. El interés es 4.4% lineal anual en UI. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión hasta el 5 de octubre de 2012 durante el cual el fideicomiso realizó solamente el pago de los intereses generados por los Títulos de Deuda. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439<sup>7</sup> fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía. La emisión tuvo lugar el 11 de noviembre de 2011.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio

---

<sup>2</sup> el fiduciario, en adelante RAFISA

<sup>3</sup> el fideicomitente, en adelante AE

<sup>4</sup> en adelante FONASA

<sup>5</sup> Care no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con otros fines para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

<sup>6</sup> ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas ..." Punto 3

<sup>7</sup> en adelante la Ley

Preve. CARE contrató, en ocasión de la calificación original, el asesoramiento jurídico del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause: [www.jimenezdearechaga.com.uy](http://www.jimenezdearechaga.com.uy). La vigencia de esta actualización se extiende hasta el 30 de noviembre de 2016, según disposiciones de la entidad representante.<sup>8</sup>

## **2. Antecedentes**

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de la Asociación Española Primera de Socorros Mutuos fue parte de un proceso que abarca la reestructura de toda la gestión, incluyendo la implementación de un nuevo modelo de atención, un compromiso con este cambio asumido frente al gobierno que lo ha aprobado, y supuso fundamentalmente una reestructura de pasivos con cancelación de deudas comerciales vencidas, un reperfilamiento de endeudamiento financiero de corto plazo, la atención de algunas inversiones y, mejora de la liquidez. En definitiva se trató de un proceso de cambios que debería conducir a un equilibrio económico permanente incluyendo el pago de la deuda a contraer. Todos los actores han entendido que sin estos cambios la institución no es viable.

Con fecha 22 de diciembre de 2008 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 18.349 por la cual se constituyó el Fondo de Garantía IAMC, como un patrimonio de afectación independiente, destinado a garantizar el financiamiento de aquellas instituciones de asistencia médica colectiva que presenten planes de reestructuración de sus pasivos con la finalidad de volverlas viables. De acuerdo con lo previsto en el artículo 1° de la Ley, el Fondo de Garantía IAMC se nutría según esa norma de fondos 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 disminuyera en algún período, el Fondo de Garantía IAMC se volvía a fondear desde Rentas Generales tantas veces como fuera necesario hasta alcanzar la suma total señalada precedentemente. Estos montos se modificaron en la Ley de Presupuesto número 18.719, art. 289, ampliando el monto anual inicial a UI 128.000.000, manteniendo el tope en UI 192.000.000. Finalmente, con fecha 15/12/15 se aprobó la Ley No. 19.357 mediante la cual se incrementó el tope anual en UI 34.000.000 llevándolo a UI 162.000.000.

Por Resolución No. 482 de fecha 24 de junio de 2011 el MEF y el MSP (actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo) aprobaron el Plan de Viabilidad de La AE, expresando asimismo en el considerando III de dicha resolución que "...la 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, reglamentario de la precitada ley.

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.

Este fideicomiso ya dispone del monto máximo establecido en las disposiciones legales y hasta el momento nunca fue necesario utilizarlo.

---

<sup>8</sup> La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Por Resolución No. 401 del 24 de junio de 2011 los Ministros de Economía y Finanzas y Salud Pública, en ejercicio de atribuciones delegadas autorizaron la emisión de una garantía por hasta UI 330.000.000 (unidades indexadas trescientos treinta millones) adicionada de los intereses que puedan corresponder por hasta un máximo del 6% anual, en las condiciones establecidas en la Ley N° 18.439 de 22 de diciembre de 2008 a los efectos de ser utilizada en el llamado "Fideicomiso Financiero AE". Esta garantía que se constituyó a partir de la resolución antes mencionada no es la única con afectación al Fondo. Pero como se verá más adelante éste alcanzaría para cubrirlas todas, aún en la peor hipótesis.

El Fideicomiso Financiero Asociación Española se constituye entre AE como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC como Garante.

En virtud de ese contrato, AE cede y transfiere a RAFISA los flujos de fondos que le corresponde percibir del FONASA (los "Créditos") desde la fecha de notificación a la JUNASA (Junta Nacional de Salud). En la cláusula 5.4 del Contrato del Fideicomiso, el Fideicomitente se obliga a suscribir una nota correspondiente a la cesión y transferencia de los créditos dirigida a la JUNASA y también al B.P.S.

La AE es obligada en la Resolución No. 401 del 24 de junio del 2011 a contra garantizar la garantía otorgada con hipoteca de los inmuebles padrones Nos. 21932, 21934 y 419311, con independencia de los gravámenes que actualmente los afecten. En Asamblea de fecha 1 de agosto de 2011, la AE autorizó la celebración del Fideicomiso y la constitución de las hipotecas.

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

De esta forma se pone en marcha en lo financiero el plan de viabilidad de la institución.

### **3. Objeto de la calificación, información analizada.**

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo del o los beneficiarios, de recuperar el monto por el que se adquirieron los títulos de deuda, en las condiciones de la emisión.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe CARE de calificación (agosto de 2011) y sus sucesivas actualizaciones
- Informe CARE de Calificación de ASESP II realizado en febrero de 2016
- Evolución del número de afiliados y resultado del "corralito" mutual de febrero 2016.
- Resoluciones de JUNASA dando cuenta del cumplimiento de las metas 1,2 y 3 por el trimestre julio a setiembre de 2015 y de la meta 4 por el primer semestre de 2015.
- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/2015.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2015.
- EE.CC de AE al 30/9/15 con informe de auditoría independiente.
- Ley No. 19.357 del 15/12/15 mediante la cual se incrementó el tope anual del Fondo de Garantía en UI 34.000.000 llevándolo a UI 162.000.000.

#### **4. Algunas informaciones del semestre**

- AE sigue cumpliendo con las metas asistenciales planteadas por la JUNASA, en este caso se informa sobre el cumplimiento de las metas 1 a 3 para el tercer primer trimestre de 2015 y la meta 4 para el primer semestre del mismo año.
- Con fecha 15/12/15 se aprobó la Ley No. 19.357 mediante la cual se incrementó el tope anual del Fondo IAMC en UI 34.000.000 llevándolo a UI 162.000.000.
- El Fideicomiso se encuentra al día con los pagos de amortización e intereses y recibe regularmente, según lo previsto, las cesiones del FONASA.
- A cuatro años de haber elaborado el plan estratégico anterior y no habiéndose alcanzado los objetivos económico financieros trazados originalmente, en 2014, la Institución realizó un proceso de reflexión orientado a definir nuevos lineamientos de la Asociación Española. Como resultado de esto, se aprobó otra operación, análoga a esta, por hasta UI 210 millones.
- Este nuevo fideicomiso fue calificado por CARE mereciendo la nota de A. uy de grado inversor, sujeto al cumplimiento de su aprobación formal y de la constitución de ciertas garantías. A la fecha de este informe aún no se ha realizado la emisión.

## 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 ASOCIACION ESPAÑOLA
Fideicomitente:	Asociación Española Primera de Socorros Mutuos
Fiduciario:	Republica Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Pago:	Scotiabank
Entidad Registrante:	Scotiabank
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Títulos emitidos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Activos del fideicomiso:	Créditos contra el Fondo Nacional de Salud o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso Financiero, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del Sistema Nacional de Salud en el marco de la Ley N° 18.211.
Garantía:	Los Títulos de Deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC constituido por contrato de fideicomiso celebrado entre el Ministerio de Economía y Finanzas y República Administradora de Fondos de Inversión S.A. con fecha 16 de octubre de 2009, con el objeto de emitir garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médico Colectiva, cuyos planes de reestructuración de pasivos hayan sido aprobados de conformidad con la Ley N° 18.439 de fecha 22 de diciembre de 2008. Además, AE contra garantiza la operación mediante hipoteca de varios inmuebles oportunamente identificados.
Moneda:	Pesos Uruguayos expresados en U.I.
Importe de la emisión:	Hasta U.I. 330.000.000 (trescientos treinta millones de unidades indexadas) de valor nominal
Interés:	4.4% 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.
Interés moratorio:	7.4% lineal anual en U.I.
Pago de intereses:	mensual desde la fecha de emisión.
Plazo:	15 años o hasta el momento en que se cancelen los títulos de deuda emitidos por el fiduciario.

Período de gracia:	desde la emisión y hasta el 1 de octubre de 2012. Durante este período se pagaron intereses por U.I. 1.210.000 mensuales. La emisión ocurrió el 11/11/2011
Amortización y Pago de intereses:	Luego del período de gracia los títulos se amortizarán mensualmente, en 180 cuotas mensuales iguales y consecutivas de UI 2.507.645 incluyendo intereses. Esto comenzó en octubre de 2012.
Vencimiento:	1 de octubre de 2027.
Fuente de repago:	Cesión de créditos contra el FONASA que tiene AE provenientes de su actividad asistencial, en favor del “Fideicomiso Financiero Asociación Española”. 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 de grado inversor
Manual utilizado:	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

## **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, en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de la AE, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades. Y que asimismo el flujo de fondos 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 en su momento 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.<sup>9</sup>

En efecto la garantía se crea por ley, pero se la fideicomite a RAFISA 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 citado oportunamente; 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 de otros análogos autorizados) , y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida, tal como se recoge en la descripción de su operación según se señala en el numeral 10.3 del contrato de fideicomiso que se transcribe: *En el caso que se encontraren pendientes de***

<sup>9</sup> Para evaluar todos estos aspectos, como ya se refirió CARE acudió al asesoramiento del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause, véase en calificación original en [http://www.care.com.uy/uploads/documentos-asociados/2015\\_10\\_27\\_15\\_39\\_34Calificaci%C3%B3n%20FF%20Asociaci%C3%B3n%20Espa%C3%B1ola.doc%20%20PDF%20A%20REGISTRO%20BCU.pdf](http://www.care.com.uy/uploads/documentos-asociados/2015_10_27_15_39_34Calificaci%C3%B3n%20FF%20Asociaci%C3%B3n%20Espa%C3%B1ola.doc%20%20PDF%20A%20REGISTRO%20BCU.pdf)

amortización los Títulos de Deuda por insuficiencia de fondos percibidos del BPS y si el Fideicomitente no hubiese cumplido con su obligación de transferir fondos adicionales en la forma prevista en la cláusula 9.2, República AFISA (en su calidad de fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC), dentro de los 2 días hábiles subsiguientes al vencimiento y sin necesidad de otro aviso, intimación o instrucción de especie alguna, ordenará una transferencia de fondos a la Cuenta del Fideicomiso provenientes del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, en la cantidad suficiente para cumplir con los pagos vencidos que correspondan bajo los Títulos de Deuda.

*Este procedimiento se mantendrá vigente, hasta la cancelación de la deuda por capital e intereses derivada de la emisión y colocación de los Títulos de Deuda.*

El análisis de la naturaleza jurídica y la capacidad y legitimación de las partes en el contrato de fideicomiso; 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 “Informe Jurídico” elaborado oportunamente. Estos aspectos obviamente no han cambiado por lo que en esta ocasión simplemente nos remitimos a dicho informe que, como fue consignado en oportunidad de la calificación, **concluye “En consecuencia, a nuestro leal saber y entender, la constitución, desarrollo y funcionamiento de esta figura jurídica no presenta riesgos de verse afectada por ningún tipo de acción que pueda tener efectos significativos y adversos sobre el Fideicomiso, su situación financiera o sus operaciones, o que pueda afectar la validez o exigibilidad del Contrato”.**

Finalmente corresponde analizar la prelación en el uso eventual del Fondo de Garantía IAMC, si por alguna razón distintos fideicomisos garantizados por él tuvieran que utilizarse simultáneamente. De acuerdo al contrato de Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, la prelación se regirá por el orden cronológico en que las garantías fueron constituidas o emitidas. Esto no dejaría en el primer lugar al fideicomiso objeto de la calificación. Pero aún en este caso, de acuerdo al Cuadro 9 los fondos son suficientes para atenderlo aun en su peor hipótesis.

### **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.

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, siempre dentro de las limitaciones del mercado de valores uruguayo que no permiten garantizar su inmediata realización.*

### SECCIÓN III. LA ADMINISTRACIÓN

#### **La Fiduciaria**

La empresa administradora o fiduciaria es República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)

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

REPÚBLICA AFISA es una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, facultada a actuar como Fiduciario Financiero profesional e inscrita como tal en el Registro de Entidades y Valores del Banco Central del Uruguay con fecha 02/08/2004. Su objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión de conformidad con la Ley 16.774, sus modificativas y complementarias, y se encuentra expresamente facultada para actuar como fiduciaria en fideicomisos financieros según lo dispuesto por el art. 26 de la Ley 17.703 de octubre de 2003.

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

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
<b>Activo</b>	<b>714,204</b>	<b>535,512</b>	<b>423,444</b>
Activo Corriente	457,830	339,206	278,896
Activo no Corriente	256,374	196,306	144,549
<b>Pasivo</b>	<b>96,271</b>	<b>66,646</b>	<b>47,189</b>
Pasivo Corriente	87,650	59,985	42,543
Pasivo no Corriente	8,621	6,662	4,646
<b>Patrimonio</b>	<b>617,932</b>	<b>468,866</b>	<b>376,256</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>714,204</b>	<b>535,512</b>	<b>423,445</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>5.22</b>	<b>5.65</b>	<b>6.56</b>
Fuente: EE.CC RAFISA			

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

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)			
Concepto	31/12/15	31/12/14	31/12/13
Ingresos Operativos	321,020	270,138	220,682
Gastos de Adm y Ventas	(206,613)	(191,557)	(156,556)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>114,408</b>	<b>78,581</b>	<b>64,126</b>
Resultados Diversos	41	597	226
Resultados Financieros	84,555	38,125	26,507
IRAE	(49,938)	(22,255)	(18,441)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>149,066</b>	<b>95,047</b>	<b>72,419</b>
Fuente: EE.CC RAFISA			

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

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

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

### ***El Fideicomiso***

El Fideicomiso se viene desempeñando con normalidad; de acuerdo a sus EE.CC al 31/12/15, su situación es la que sigue:

Cuadro 3: Estado de Situación Fideicomiso (miles \$)		
Concepto	31/12/15	31/12/14
<b>Activo</b>	<b>1.095.534</b>	<b>1.065.716</b>
Activo Corriente	130.767	120.661
Activo no Corriente	964.767	945.055
<b>Pasivo</b>	<b>910.470</b>	<b>887.984</b>
Pasivo Corriente	64.145	59.566
Pasivo no Corriente	846.325	828.418
<b>Patrimonio</b>	<b>185.063</b>	<b>177.732</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.095.534</b>	<b>1.065.716</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>2,04</b>	<b>2,03</b>
Fuente: EE.CC Fideicomiso		

De los UI 330 millones de la emisión, se adeudan al 31 de diciembre de 2015 algo más de UI 277 millones, es decir se ha amortizado el 16 % más los intereses correspondientes, unas UI 79 millones. Las cesiones del FONASA se vienen recibiendo regularmente. En el cuadro siguiente se expone el cronograma restante de estas cesiones así como el monto a abonar para cancelar los títulos y sus intereses.

Cuadro 4. Cronograma cesiones FONASA a percibir y pagos a realizar (miles de UI)

Año	Cesiones	Pagos
2016	36,000	30,092
2017	36,000	30,092
2018	36,000	30,092
2019	36,000	30,092
2020	36,000	30,092
2021	36,000	30,092
2022	36,000	30,092
2023	36,000	30,092
2024	36,000	30,092
2025	36,000	30,092
2026	36,000	30,092
2027	27,000	25,076
Totales	423,000	356,086

Nota: Pagos comprende amortización e intereses  
Fuente: EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2015

De acuerdo a la misma fuente, a diciembre de 2015 restan por pagar 142 cuotas de UI 2.507.645 por mes en concepto de capital e intereses para cancelar los títulos de deuda. Esto representa un monto de UI 30.091.740 por año hasta el año 2026 restando para el 2027 la cantidad de UI 25.076.450 hasta alcanzar un total de (miles) UI 356.086. Como se puede comprobar comparando con el monto a percibir por el Fideicomiso según cuadro precedente (miles de UI 423.000) el mismo resulta suficiente.

**Riesgos considerados:**

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

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

**Riesgo de conflictos**, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior resulta muy poco probable.

**Riesgo por cambio de fiduciario**. Se encuentra cubierto por las propias disposiciones legales (art. 32 ley 17.703) y contractuales.

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

El activo subyacente consiste en la cesión de los créditos contra el FONASA o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del SNS en el marco de la Ley N° 18.211.

Como se informara en otra sección de este informe, la AE solicitó y obtuvo de parte de las autoridades correspondientes, autorización para realizar otra operación, análoga a ésta, pero por hasta UI 210 millones. En consecuencia, si bien a la fecha de escribir este informe aún no se había producido la emisión, CARE considera que la misma es inminente y corresponde, a los efectos del análisis de este capítulo, considerar ambos fideicomisos en forma conjunta.

Por lo tanto, los compromisos asumidos en ambos fideicomisos implican, a partir del año 2017 en que se comienzan a amortizar los títulos de la segunda operación, una cifra del orden de miles de UI 51.300 anuales en los años de mayor desembolso. Esto representa, si tomamos como referencia los ingresos totales correspondientes al ejercicio cerrado en setiembre de 2015, aproximadamente 2,5% de los mismos por lo que se considera como muy poco probable que, al menos en el corto plazo, la institución tenga dificultades de hacer frente a estas obligaciones, aún cuando sus resultados económicos sean deficitarios.

Las cesiones FONASA comprometidas en ambos fideicomisos, así como los pagos por concepto de amortización e intereses se exponen en el cuadro siguiente.

Año	Cesiones AE I	Cesiones AE II	Total cesiones	Pagos AE I	Pagos AE II	Total a pagar
2016	36,000	12,600	48,600	30,092	10,500	40,592
2017	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2018	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2019	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2020	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2021	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2022	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2023	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2024	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2025	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2026	36,000	25,398	61,398	30,092	21,265	51,357
2027	27,000	25,398	52,398	25,076	21,265	46,342
2028		25,398	25,398		21,265	21,265
2029		25,398	25,398		21,265	21,265
2030		25,398	25,398		21,265	21,265
2031		23,281	23,281		19,493	19,493
<b>Totales</b>	<b>423,000</b>	<b>391,452</b>	<b>814,452</b>	<b>356,086</b>	<b>327,706</b>	<b>683,791</b>

Notas: Pagos comprende amortización e intereses; la cesión y pagos de AE II para 2016 fueron estimados en 10 meses

Fuente: EE.CC del Fideicomiso para AE y Contrato Fideicomiso AE II

No obstante es necesario aclarar que, al momento de escribir este informe, el nuevo fideicomiso aún no ha emitido por lo que el cronograma de pagos supuesto puede verse alterado.

Asimismo se constituye a favor de ambos fideicomiso la garantía del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC que asegura el repago de los Títulos de Deuda de acuerdo a la Resolución No. 401 del MEF y MSP; siendo por tanto el Fideicomiso beneficiario de la Garantía de Estabilidad accesoria a la Garantía.

Es de hacer notar que parte de los pasivos de la institución, fundamentalmente los financieros, cuentan también con el respaldo de cesiones de créditos del FONASA (aunque no con la garantía del Fondo IAMC).

De acuerdo a lo informado por AE la cifra mensual a retener por ese concepto asciende a miles de \$ 137.594 tomando en cuenta la totalidad de esos pasivos y cuyo vencimiento se produce entre los años 2016 y 2018.

En el análisis de suficiencia realizado, se estima el crédito mensual a percibir de parte del FONASA en miles de \$ 340.324, es decir, una vez atendidas las retenciones de los otros pasivos financieros queda libre para afrontar este fideicomiso y el anterior, una cifra del orden de miles de \$ 202.730. Esta información, resumida y convertida por CARE a miles de UI para facilitar su relación con los compromisos asumidos en los fideicomisos, se expone en el cuadro siguiente.

Total FONASA	Cesiones FF	Otras	Saldo libre
105.331	5.116	42.585	57.630

Fuente: AE y CARE

CARE confeccionó el cuadro anterior en base a la información proporcionada en el Prospecto Informativo de AE II, incluso la conversión a UI. En cuanto a las cesiones por ambos fideicomisos, se tomó la información que se brinda en el Cuadro 5 para el año de mayor desembolso y se la llevó al promedio mensual para hacerla comparable. En conclusión, los créditos esperados del FONASA son más que suficientes para atender todos los compromisos asumidos; además, parte de la segunda operación se realiza para cancelar algunos de esos pasivos que, por otra parte, se reitera vencen entre 2016 y 2018.

### **La Institución**

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

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

CARE tomó en cuenta los tres últimos balances auditados como deriva de su método de análisis, así como toda otra información extracontable considerada relevante como indicativa de la marcha de la institución (resoluciones JUNASA sobre cumplimiento de metas; evolución del padrón social; entrevista con las autoridades de la AE etc)

Uno de los objetivos del presente capítulo es el análisis de la evolución histórica de las principales variables económicas y financieras, en tanto capaces de determinar el desempeño

esperado de los flujos futuros. No obstante se consideran también la calidad asistencial y la estructura organizacional.

En cuanto a la calidad asistencial se entiende que no debería ofrecer dificultades significativas en tanto la Institución es supervisada por el regulador de la calidad del sistema (el MSP). Por otra parte, el llamado Plan de Viabilidad contiene propuestas de cambios muy significativos, tanto en el modelo de atención como en la propia organización, todos aprobados por el Ministerio de Salud Pública y el MEF. El 18 de enero de 2011, el Consejo Directivo de la AE aprobó por unanimidad el Plan Estratégico presentado por la Gerencia General, dando su total apoyo para su implementación. Los resultados negativos, sugieren la necesidad de persistir en los ajustes tal como se plantea en los sucesivos Informes de Gestión presentados en donde se destaca el impacto que se viene obteniendo a nivel de economías en distintos rubros.

La institución informa que hasta el momento se vienen cumpliendo las Metas Asistenciales a que se comprometió de acuerdo a la cláusula vigésimo octava del Contrato de Gestión suscrito entre la JUNASA y los prestadores integrantes del SNIS; en este caso se informa sobre el cumplimiento de las tres primeras metas para el trimestre julio a setiembre de 2015 y de la meta 4 para el primer semestre del mismo año

En el último período ASEP informa que se ha concretado:

- La refacción de sede de la Ciudad de la Costa incluyendo su ampliación.
- Nueva Policlínica en Punta del Este.
- Policlínica en el Prado.
- Disponibilidad de un nuevo mamógrafo digital
- Apertura de un nuevo local de Socios
- Policlínica en Playa Pascual (compartida con GREMCA)

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

Por tener los títulos la garantía del Estado ya descrita, este análisis reviste menos importancia que en otros productos de finanzas estructuradas.

#### ***Riesgos considerados:***

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

La información utilizada son los EE.CC presentados por la institución con sus respectivos informes de auditoría. En este caso, el último ejercicio cerrado y auditado corresponde al 30 de setiembre 2015. Es de hacer notar que el dictamen de auditoría hace la salvedad que la institución no presenta estados consolidados de acuerdo a las Normas Contables Adecuadas en el Uruguay por ser propietaria del 100 % del paquete accionario de Farunel S.A (empresa de servicio de acompañantes). La institución explica que esto se debe a exigencias del MSP (exige EE.CC individuales) pero que en el Estado de Resultados se incluye como Resultados Diversos la variación patrimonial negativa de dicha firma lo que acrecienta la pérdida del ejercicio en \$ 56.631.178.

### **Análisis de Rentabilidad**

En el cuadro siguiente 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 completos, a valores constantes del 30 de setiembre de 2015.

<b>Cuadro 7. Estados de resultados resumidos</b>			
Concepto (miles de \$)	2015	2014	2013
Ingresos operativos	6,339,753	6,032,413	5,892,552.7
Costo bienes y servicios	(5,828,882)	(5,568,175)	(5,526,788.6)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>510,871</b>	<b>464,238</b>	<b>365,764.2</b>
Gastos de Administracion y Ventas	(922,650)	(844,463)	(900,064.0)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(411,779)</b>	<b>(380,225)</b>	<b>(534,300.1)</b>
Resultados Diversos	(44,280)	31,471	37,623.3
Resultados Financieros	132,978	167,470	125,307.5
<b>Resultado Neto</b>	<b>(323,082)</b>	<b>(181,284)</b>	<b>(371,365.8)</b>
Resultado Bruto/Ingresos	8.06%	7.70%	6.21%
Gastos Adm y Ventas/Ingresos	-14.55%	-14.00%	-15.27%
Resultado Operativo/Ingresos	-6.50%	-6.30%	-9.07%
Resultado Neto/Ingresos	-5.10%	-3.01%	-6.30%
Nota: los valores están expresados a valores de setiembre 2015			
Fuente: CARE en base a información AE			

En la sección final del cuadro precedente se establece una relación de resultados con los ingresos operativos de cada ejercicio. Puede comprobarse que si bien mejora el resultado bruto respecto al ejercicio anterior, vuelven a desmejorar los resultados operativos y final. En este caso porque los gastos de administración y ventas aumentan en línea con la inflación mientras que los ingresos operativos crecen por debajo de ella. También se deterioran los resultados no operativos lo que lleva a una caída importante en el resultado final. Es de destacar asimismo que contribuyó a incrementar el resultado final negativo el haber incorporado al mismo la variación patrimonial negativa en \$ 56.631.178 de Farumel SA (servicio de acompañantes) al 30/9/15 la que figura en Resultados Diversos según la Nota 14 a los EE.CC.

Los Resultados Operativos son clave para medir la gestión de la institución ya que demuestra su capacidad para proveer servicios de modo sustentable y que además le permita hacer frente a sus costos financieros. Por ahora la institución no lo viene logrando; en las proyecciones presentadas, estima que eso ocurriría recién en el ejercicio 2019/2020.

### **Análisis de Solvencia**

Como queda dicho, CARE realiza este análisis en base a los tres últimos EE.CC auditados, en este caso, el último considerado es el ejercicio cerrado en setiembre de 2015.

Del Cuadro 8 surge que al cierre del último ejercicio, el pasivo en términos reales registra un incremento de algo más de 17 % respecto al ejercicio anterior. Es un incremento relativamente importante en relación a la evolución de los últimos años analizados. Como reflejo de lo anterior, la cantidad de meses de ingresos operativos netos adeudados, sube a 7.

Vuelve a desmejorar el perfil de deuda ya que se incrementa el pasivo corriente en más de 26 % manteniéndose el pasivo a largo plazo. Esto impacta en la razón corriente como se comenta más adelante.

Cuadro 8. Comparación de pasivos (miles de \$)			
Concepto	2015	2014	2013
Deudas comerciales	716.827	689.243	376.177
Deudas financieras	782.662	295.046	243.228
Deudas diversas	1.150.277	1.110.461	930.260
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>2.649.766</b>	<b>2.094.750</b>	<b>1.549.666</b>
Deudas financieras largo plazo	1.009.133	1.050.605	1.254.250
Otras deudas largo plazo	77.088	31.489	27.722
Provisiones	8.470	11.915	23.980
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>1.094.692</b>	<b>1.094.010</b>	<b>1.305.952</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>3.744.458</b>	<b>3.188.760</b>	<b>2.855.618</b>
<b>Expresado en % sobre el total</b>			
Deudas comerciales	19%	22%	13%
Deudas financieras	48%	42%	52%
Deudas diversas	33%	36%	34%
Provisiones	0%	0%	1%
Pasivo Corriente	71%	66%	54%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Pasivo total / Ing. Operativos/mes	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Nota: valores expresados en moneda de setiembre 2015			
Fuente: CARE en base información AE			

Completando el análisis de solvencia, en el cuadro siguiente se presenta en forma resumida la composición del activo y el patrimonio. Consistente con los resultados deficitarios, el patrimonio sigue disminuyendo. La liquidez de la institución medida como la relación entre activos y pasivos corrientes sigue siendo muy pobre ya que estos últimos aumentaron más que aquellos.

Cuadro 9: Activo			
en miles de \$	2015	2014	2013
Activo Corriente	619.599	535.277	609.916
Activo no Corriente	4.148.727	4.000.432	3.747.056
<b>Total Activo</b>	<b>4.768.326</b>	<b>4.535.709</b>	<b>4.356.971</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>1.023.868</b>	<b>1.346.949</b>	<b>1.740.496</b>
Fuente: CARE en base EE.CC de ASES			

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

No es un aspecto relevante en esta calificación, ya que los títulos tienen una garantía propia, que es la cesión de cuotas FONASA y por lo tanto la liquidez o su carencia no influyen en el pago de los títulos. Esto dicho en términos relativos ya que un deterioro severo y persistente en este aspecto podría en el mediano plazo poner a la institución en dificultades de afrontar sus obligaciones y en consecuencia su viabilidad.

Si medimos la liquidez como el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente, al 30 de setiembre de 2015 arroja un índice de 0.23 por lo que este indicador se sigue deteriorando (el año anterior era de 0.26) lo que estaría revelando severos problemas en este sentido lo que sin duda exige a la institución un muy cuidadoso manejo financiero.

Por otra parte, en el análisis de suficiencia efectuado (Cuadro 6) en que se relacionan todas las cesiones FONASA realizadas (incluyendo cesiones que respaldan otras deudas financieras) con el total de créditos FONASA a percibir por parte de AE, el resultado es satisfactorio en el sentido que alcanza a cubrir todas ellas. En el caso de los compromisos con

ambos fideicomisos, además, dichas cesiones están respaldadas por la garantía del Fondo IAMC.

## **2. Proyecciones**

A cuatro años de haber elaborado el plan estratégico anterior, en 2014, la Institución realizó un proceso de reflexión estratégica orientado a definir los nuevos lineamientos de la Asociación Española.

En el marco de dicho proceso se analizó críticamente el contexto y la situación de la Asociación, a partir de lo cual se definieron los nuevos lineamientos estratégicos. Luego de este trabajo se delinearon objetivos estratégicos e iniciativas para alcanzarlos, con sus correspondientes indicadores de seguimiento y cronograma que guiarán el accionar de la Institución en los próximos años. De esto se informa exhaustivamente en el Prospecto.

De ese ejercicio se derivan las nuevas proyecciones de resultados y flujos hasta año 2032. Las mismas estriban en el ejercicio 2014 e incorporan los planes de mejoras operativas y financieras implementados y a implementarse que permitirían a la institución alcanzar resultados positivos en el ejercicio a cerrar en 2020 del orden del 1% de los ingresos operativos.

Estas proyecciones fueron elaboradas por la Oficina de Gestión Estratégica de la AE, a cargo de CPA Ferrere y la institución se compromete ante los ministerios respectivos, a informar durante 24 meses y en forma trimestral el cumplimiento de las iniciativas establecidas en el Plan Estratégico. Es en este contexto es que se resuelve la creación del nuevo fideicomiso para ayudar a su concreción.

Las proyecciones, tanto de resultados económicos como de flujos financieros se sustentan en una serie de supuestos difíciles de controvertir pero que a priori lucen razonables. A continuación y a modo de ejemplo se listan los más relevantes:

- Se tomaron las variables macroeconómicas del Presupuesto Nacional 2015 – 2019, lo que ofrece algunas dificultades.
- Se consideró un factor de recuperación salarial de 1.5% y 1.28% (sobre la inflación) para los salarios médicos y no médicos respectivamente.
- La proyección de socios se calculó sobre el crecimiento real del último año. El incremento de los socios supone un punto máximo de captación en 2016, a partir del cual el incremento se modera y mantiene un promedio de 186 mil socios. Esto obedece al comportamiento vegetativo de la sociedad y a la capacidad de la Institución de atender y mantener la calidad de los servicios. Actualmente, el nivel de afiliados está en esa cifra aunque muestra una tendencia levemente descendente.
- A partir del ejercicio 2021/2022 se produce la absorción de GREMCA llevando el número de socios a 223 mil. Cesan, a partir de esa fecha, los ingresos por venta de servicios a dicha institución.
- A partir de 2021, la empresa de acompañantes Familia (Farunel SA) se estabiliza y comienza a generar dividendos para la institución.
- Otros efectos considerados tanto en ingresos por venta de servicios como en costos y egresos no operativos.

En base a lo anterior se expone en forma resumida tanto las proyecciones de resultados como del flujo financiero en intervalos de 5 años.

Cuadro 10: EE.RR proyectados a setiembre de cada año (millones de \$)				
Concepto	2015	2020	2025	2032
Ingresos Operativos	6,066	9,125	13,820	20,970
Costo Servicios Prestados	(5,570)	(8,006)	(12,030)	(18,397)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>496</b>	<b>1,119</b>	<b>1,790</b>	<b>2,573</b>
Gastos Administración y Vtas	(830)	(1,026)	(1,651)	(2,456)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>(333)</b>	<b>93</b>	<b>139</b>	<b>117</b>
Resultados Diversos	(4)	(17)	5	(12)
Resultados Financieros	(112)	(2)	128	300
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>(449)</b>	<b>75</b>	<b>273</b>	<b>405</b>
<b>Res Ejer/Ing Operativos</b>	<b>-7.40%</b>	<b>0.82%</b>	<b>1.98%</b>	<b>1.93%</b>

Fuente: AE

De acuerdo al cuadro anterior, AE mantendría resultados negativos hasta el ejercicio 2020 en que revertiría la situación.

En el cuadro siguiente se expone la proyección del flujo de fondos, por el mismo periodo, expresada según porcentaje sobre los ingresos operativos esperados.

Cuadro 11: Flujos de Fondos resumido (% sobre Ingresos Operativos)				
Concepto	2015	2020	2025	2032
Flujo Operativo Neto	-3,22%	4,82%	4,04%	4,91%
Flujo no Operativo	3,33%	4,51%	3,95%	3,52%
Flujo de Inversiones	-4,22%	-5,18%	-5,17%	-7,48%
Flujo de Financiamiento	3,11%	-3,14%	-1,71%	-0,56%
Flujo neto final	-0,96%	0,03%	0,30%	0,22%
saldo de caja sobre ingresos	0,32%	1,52%	1,44%	1,78%

Fuente: AE

Uno de los supuestos clave es el número de afiliados. En ese sentido, AE informa que la proyección de los mismos se hizo en base al incremento real del último año estabilizándose en torno a los 186 mil a partir de 2016. Este nivel ya se ha alcanzado en setiembre de 2015 mostrando una tendencia levemente descendiente que se revierte luego del “corralito” de febrero de 2016 (ver Cuadro 12). Habrá que ver si esta tendencia se trata de un hecho circunstancial o no para evaluar que tan realista es la proyección estimada. Cabe consignar sin embargo que una eventual caída en el número de socios FONASA determinada a su vez por una eventual reducción en el empleo afectaría sin duda el resultado de la institución; pero, salvo que alcanzara una dimensión imposible de prever no afectaría el repago de los títulos por como estos se diseñaron según se ha comentado en varias secciones de este informe.

A continuación se presenta un cuadro con la evolución del nivel de afiliados hasta el mes de marzo de 2016.

Cuadro 12: padrón social, evolución			
fecha	cantidad	fecha	cantidad
Set. 2011	185.323	Mar. 2014	188.684
Mar. 2012	186.882	Set. 2014	187.512
Set. 2012	187.193	Mar. 2015	188.248
Mar. 2013	188.836	Set. 2015	186.669
Set. 2013	187.087	Mar. 2016	189.898

Fuente: AE

En definitiva, se trata de un ejercicio dinámico sujeto a constante revisión en base a la realidad y a los ajustes que las autoridades de la institución se ven obligadas a aplicar por lo

que no se pueden sacar conclusiones definitivas. No obstante se destaca una vez más la herramienta de gestión que supone la generación de tanta información que posibilita, más allá de los aciertos o no, realizar tales proyecciones.

### ***A modo de sensibilización***

Como queda dicho, los supuestos utilizados se consideran en general razonables aunque alguno de ellos no exentos de controversia. Es el caso por ejemplo, además del nivel de asociados, de las variables macroeconómicas del Presupuesto Nacional en que los índices de crecimiento del PBI son difíciles de sostener y, asociado a ellos, los índices de inflación y tipo de cambio. En el Cuadro 10 junto con las principales variables proyectadas por la institución aparece en la última fila, los saldos de caja esperados al fin de cada ejercicio expresados en porcentaje sobre los ingresos. Se observa que los mismos representan, a partir del ejercicio 2020, valores en torno al 1,5 % de los ingresos (antes de ese ejercicio no llega al 1 %). Cualquier variación desfavorable en esa magnitud, tanto de los ingresos como de los egresos, haría que los saldos se tornaran negativos. Otra forma de sensibilizar sería proyectar una cantidad menor del padrón social. En tal sentido, bastaría un desvío en menos de unos 1.500 socios para que los ingresos de prepago cayeran en un monto similar al excedente proyectado.

Se mantiene entonces la conclusión que las variables proyectadas no resisten análisis de sensibilidad medianamente rigurosos por lo que se reafirma que las perspectivas económicas de la empresa no serían garantía suficiente para el cumplimiento de las obligaciones emergentes de la emisión que se califica.

### **3. Fondo de Garantía IAMC**

Debe recordarse, sin embargo, que aun en los escenarios adversos referidos en los comentarios anteriores, el Fondo de Garantía, creado por la Ley No. 18.439 en diciembre de 2008 y reforzado por la Ley 19.357 de diciembre de 2015, es suficiente para cubrir el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que componen dicho Fondo.

En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas por incumplimiento total generalizado), el flujo de fondos establecido por ley cubriría las obligaciones garantizadas. Como se ha mencionado, el Fondo de Garantía cuenta con un saldo de UI 192.000.000 y en caso de utilizarse, la Ley mandata al MEF a reponer lo necesario hasta completar dicho saldo a razón de hasta UI 162.000.000 anuales de acuerdo al aumento del tope recientemente aprobado. CARE simuló un escenario para los próximos cuatro años en función de las obligaciones de cada uno de los fideicomisos garantidos por el Fondo para con la cancelación de los títulos más los intereses correspondientes. Esto se expresa en el cuadro siguiente:

<b>Cuadro 13: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (en miles de UI)</b>				
<b>Fideicomiso</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Asociación Española II	10,500	21,265	21,265	21,265
Asociación Española	30,092	30,092	30,092	30,092
Nuevo Casmu	41,132	41,132	41,132	41,132
Casmu II, Serie 1	27,471	27,471	27,471	27,471
Casmu D	10,735	10,545	10,360	10,176
Casmu III	4,125	4,120	3,967	3,735
Casa de Galicia	17,978	17,437	16,896	16,355
<b>Totales</b>	<b>142,033</b>	<b>152,062</b>	<b>151,183</b>	<b>150,226</b>
Fuente: CARE en base EE.CC de los Fideicomisos				

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantizados cumpliera con sus obligaciones para con los tenedores de los títulos, en ningún caso, los fondos necesarios que debería aportar el Fondo de Garantía supera el tope habilitado por ley para su reposición. En efecto, el año 2017, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 152.062 inferior al tope de reposición legal actual que es de miles de UI 162.000, sin contar, además, con que el Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000.

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

Cuadro 14: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones												
Año	Ingresos					Egresos					TOTAL contingencia por egresos anuales	Saldo final FF Fondo Garantía IAMC
	FF Fondo Garantía IAMC	Aportes adicionales eventuales	CASMU D	CASMU II	NUEVO CASMU	CASMU III	CASA DE GALICIA	ASOC. ESPAÑOLA	ASOC. ESPAÑOLA II			
2015	192,000											192,000
2016		162,000	12,000	36,000	45,000	5,040	20,400		36,000	12,600	167,040	186,960
2017		162,000	10,200	36,000	42,000	6,000	20,400		36,000	25,398	175,998	172,962
2018		162,000	10,200	36,000	42,000	8,880	20,400		36,000	25,398	178,878	156,084
2019		162,000	10,200	36,000	42,000	8,880	20,400		36,000	25,398	178,878	139,206
2020		162,000	10,200	36,000	42,000	8,880	20,400		36,000	25,398	178,878	122,328
2021		162,000	10,200	36,000	42,000	8,880	16,800		36,000	25,398	175,278	109,050
2022		162,000	10,200	36,000	42,000	8,880	16,800		36,000	25,398	175,278	95,772
2023		162,000	10,200	36,000	42,000	8,880	16,800		36,000	25,398	175,278	82,495
2024		162,000	7,650	36,000	38,400	8,880	16,800		36,000	25,398	169,128	75,367
2025		162,000	-	36,000	16,000	8,880	16,800		36,000	25,398	139,078	98,289
2026		162,000	-	36,000	-	8,880	16,800		36,000	25,398	123,078	137,211
2027		152,067	-	36,000	-	8,880	-		27,000	25,398	97,278	192,000
2028		34,278				8,880				25,398	34,278	192,000
2029		34,278				8,880				25,398	34,278	192,000
2030		32,058				6,660				25,398	32,058	192,000
2031		23,281								23,281	23,281	192,000

Puede comprobarse que, si bien en los próximos años (hasta 2025) la cifra a reponer supera el tope anual actual, igualmente el Fondo tiene saldo suficiente para cubrir dicha circunstancia. Por otra parte, no resulta un escenario probable un default simultáneo y total de todos los fideicomisos garantizados.

### **Riesgos considerados<sup>10</sup>:**

**Riesgo de generación de flujos.** A partir de lo anterior se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. La cesión de cobranza de Fonasa prevista como garantía de pago de los títulos no presenta riesgos, en la medida que la Institución siga en marcha.

**Riesgo de gerenciamiento.** Implica evaluar la capacidad de la Institución de gerenciar el proceso de cambios puesto en marcha. Si bien no se refleja aún en los resultados existen algunas evidencias de cambios favorables no sólo en el gerenciamiento sino en la cultura institucional. La proyección de resultados en el mediano plazo así parece indicarlo.

**Riesgo de descalce de monedas.** Este riesgo, en especial luego del proceso de reestructura se considera bajo.

<sup>10</sup> Los riesgos que se van a comentar tienen una baja ponderación en tanto la mayor fortaleza de los títulos que se califican es la garantía del Estado.

## SECCIÓN V. EL ENTORNO

### 1. Introducción

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros, que pueden afectar la generación de los flujos necesarios para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, pero que derivan de circunstancias ajenas a la Institución y refieren al marco general, en especial al mercado y a las políticas públicas. En este caso, el análisis tiene una relevancia menor por cuanto, como se ha referido en capítulos anteriores, es la garantía del Estado la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante y por ser un sector muy dependiente de disposiciones de política pública, CARE realiza en ocasión a cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud.

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

### 2. Discusión de los riesgos más relevantes

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

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

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

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

**Riesgo Precios Relativos.** Este indicador no reviste grados de deterioro relevantes. Después de una reducción de la relación cuota/salarios en el período 2005-2009, se estabilizó la relación de precios con la implementación de la cuota salud. El establecimiento de este precio administrado introduce los incrementos de costos en una paramétrica que después es negociada con el Poder Ejecutivo. El crecimiento de este precio administrado en exceso haría que las pérdidas presionaran en los aportes del gobierno a la seguridad social. Si el precio administrado no reflejara el aumento de costos, esto se evidenciaría en un mayor endeudamiento del sistema con los RRHH sectoriales, con los proveedores y/o con el sistema

financiero. En este sentido, la metodología con la cual recaba el MSP la información sobre el sector salud en Uruguay no permite estimar con precisión cuál es el grado de desajuste entre ingresos y egresos del sistema. Esto es así debido a que cuando se confecciona el gasto en salud, se estima su financiamiento y no se contempla el rubro endeudamiento. El rubro de financiamiento que podría estar sobredimensionado es el componente de “financiamiento de hogares”. Este rubro contiene todo gasto realizado por los hogares, sea por pagos y copagos a las IAMC, a las emergencias móviles, a los seguros privados, etc. También oficia (en la metodología utilizada por el MSP) como rubro residual para que cierre el gasto con el financiamiento. Este indicador podría ser de gran utilidad para anticipar una eventual crisis en el sector salud. *Riesgo medio.*

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

1. Primero, hay que tener presente que el riesgo de los títulos de deuda del Fideicomiso depende especialmente de la estabilidad de la política de garantías establecida y mucho menos de la suerte del sector. Por lo tanto el riesgo político se vincula más bien a eventuales cambios en la Ley del Fondo de garantía IAMC (Ley 18.439), que no se visualiza como algo probable en el corto y mediano plazo. Por el contrario, en diciembre de 2015 se aprobó una ampliación del mismo lo que puede interpretarse confortablemente como un respaldo del sistema político al instrumento. En definitiva si por problemas en todo el sector salud o propios de esta institución se generaran tensiones fuertes hacia adentro de la misma, los títulos de deuda mantendrían su respaldo. Este es el principal componente del riesgo político y no evidencia probabilidad cierta alguna.
2. No obstante lo anterior, una señal de alerta sectorial sería el creciente desfasaje entre ingresos y egresos del FONASA. Éste, de ocurrir en el tiempo, podría incrementar el riesgo sectorial sistémico en tanto financiado por gasto público, el que empieza a sufrir tensiones derivadas de los cambios que se están procesando en la economía en su conjunto.

El riesgo político en sus dos aspectos, y dada a importancia decisiva del primero, se considera *bajo*.

## SECCIÓN VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

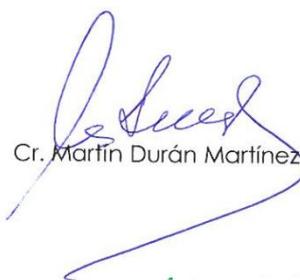
El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria, los activos subyacentes y el flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

*En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen nuevamente la calificación A.uy<sup>11</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>11</sup> CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

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

## Anexo 1: Información sectorial

---

## **1. Introducción**

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros, que pueden afectar la generación de los flujos necesarios para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, pero que derivan de circunstancias ajenas a la Institución y refieren al marco general, en especial al mercado y a las políticas públicas. En este caso, el análisis tiene una relevancia menor por cuanto, como se ha referido en capítulos anteriores, es la garantía del Estado la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante y por ser un sector muy dependiente de disposiciones de política pública, CARE realiza en ocasión a cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud.

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

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

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

La información pública disponible para la evaluación de los resultados asistenciales y económicos del modelo de salud no es completa. Por este motivo, CARE utiliza fuentes de información indirecta que, a través del monitoreo semestral y al seguimiento sistemático, brindan de alguna forma también información relevante para el análisis sectorial.

En este contexto, CARE ha puesto particular atención en la evolución de los ajustes que están implementando las instituciones cuyas emisiones se califican. Ellos serán determinantes para evaluar la oportunidad y eficacia de la acomodación de las empresas a un entorno en el cual se le va haciendo difícil al Estado la asistencia frente a la eventual persistencia de déficits vía incremento del gasto público. En este sentido cabe destacar que el ingreso masivo de afiliados a las instituciones privadas producto de la incorporación de pasivos al FONASA (ver Gráfica 3), podría forzar al Sistema creado en 2008. Esto se debe a que el aumento del gasto público en salud se da en momentos en que la economía atraviesa por un nuevo ciclo económico que se caracterizará por una tasa de crecimiento inferior a la de la tendencia de largo plazo. Esta coyuntura presiona en varios sentidos. Por un lado, el aumento del desempleo reduce el monto de aportes dinerarios al sistema, por otro lado el crecimiento del gasto en salud es rígido a la baja y por último, el Estado en toda su dimensión tendrá

presiones políticas para asistir ante dificultades económicas, financieras y de empleo a varios sectores de la economía además del de la salud.

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

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

## **2. Marco regulatorio en Uruguay**

La complejidad del sistema de salud, se demuestra por los motivos mencionados anteriormente y se hace evidente cuando se analiza su regulación. La Ley 18211 crea, a partir del 1º de enero de 2008 el Sistema Nacional Integrado de Saludo (SNIS). Asimismo se crea el Sistema Nacional de Salud que es administrado por la Junta Nacional de Salud (JUNASA) organismo desconcentrado del MSP, con participación de trabajadores, usuarios y representantes de las instituciones que prestan servicios integrales de salud. El SNS toma como base para su creación al Seguro de Enfermedades del Banco de Previsión Social (ex DISSE), al cual tenían derecho hasta la reforma del 2008, todos los trabajadores privados del país, y es financiado por el FONASA creado en agosto de 2007 a partir de la Ley 18131, fecha que comienza la ampliación de la cobertura de la seguridad social a nuevos colectivos de ciudadanos.

El financiamiento del seguro es a través de aportes patronales del 5% sobre las retribuciones y en el caso de los trabajadores de 3% para quienes perciben menos ingresos<sup>1</sup>, y de 4.5% y 6% en caso de superar el límite de ingresos mencionado en la nota de pie de página. En el caso de los jubilados, se aplican las mismas condiciones.

Estos aportes otorgan al trabajador el derecho a la atención de su salud y la de sus hijos en cualquiera de los prestadores integrales del SNIS. Sea del sector público, de ASSE, IAMC o seguros integrales.

La JUNASA es la encargada de administrar el SNS. Firma contratos de gestión con los prestadores integrales de salud y paga una cuota por cada beneficiario. Dicha cuota consta de un componente cápita ajustado por edad y sexo de los usuarios y un pago por el cumplimiento de metas asistenciales.

A continuación se describen las normas básicas que regulan al mercado:

- Ley Nº 18131 Creación del Fondo Nacional de Salud
- Ley Nº 18161 Descentralización de ASSE

---

<sup>1</sup>Menos de 2 BPC

- Ley N° 18211 Creación del SNIS
  - Ley N° 18335 Ley de Derecho de los Usuarios
  - Ley N° 18439 Creación del Fondo de Garantía IAMC
  - Ley N° 18731 Cronograma de ingreso de pasivos a FONASA
  - Ley N° 18922 Precisiones respecto a los contenidos de la Ley 18731 y facultades del FONASA.
- Decreto N° 292/012. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
  - Decretos N° 190/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
  - Decreto del 255/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
  - Decreto del 384/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2015.
  - Decreto del 258/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a julio del 2015.
  - Decreto del 378/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2016.

### 3. La salud en cifras<sup>2</sup>

#### Cobertura

Según informa el INE, el 97,2% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud. Los proveedores de servicios de salud pueden ser públicos o privados. Dentro de los públicos se encuentra el MSP, ASSE, Hospital de Clínicas, Hospital Militar, Hospital Policial, las Policlínicas de las Intendencias, sanatorios y policlínicas de organismo públicos (en especial Entes Autónomos o Servicios Descentralizados del Estado) y los IMAE públicos. En lo que respecta a los privados, se dividen entre los IMAE privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.

Cuadro 1. Población urbana, por atención de la salud, según grandes áreas y grupos de la población						
	Total	Sin asistencia	MSP	Mutualista	Otro	
<b>Total</b>	100	2,6	31,6	58,4	7,4	
<b>Menores de 14 años</b>	100	0,9	36	56,3	6,7	
<b>Inactivos</b>	100	2,2	39,1	50,1	8,8	
<b>Ocupados</b>	100	3	24	66	7	
<b>Desocupados</b>	100	12,1	52,5	27,9	7,6	
<b>Montevideo</b>	100	2,7	19,9	67,2	10,1	
<b>Menores de 14 años</b>	100	0,8	25,8	62,9	10,5	
<b>Inactivos</b>	100	2,3	24,7	61,9	11,1	
<b>Ocupados</b>	100	2,8	14,2	73,4	9,6	
<b>Desocupados</b>	100	13,8	38,9	38	9,3	
<b>Interior</b>	100	2,6	39,3	52,5	5,6	
<b>Menores de 14 años</b>	100	1	41,5	52,8	4,7	
<b>Inactivos</b>	100	2,1	48,2	42,7	7	
<b>Ocupados</b>	100	3,1	31,4	60,4	5,1	
<b>Desocupados</b>	100	10,8	63,2	19,9	6,2	

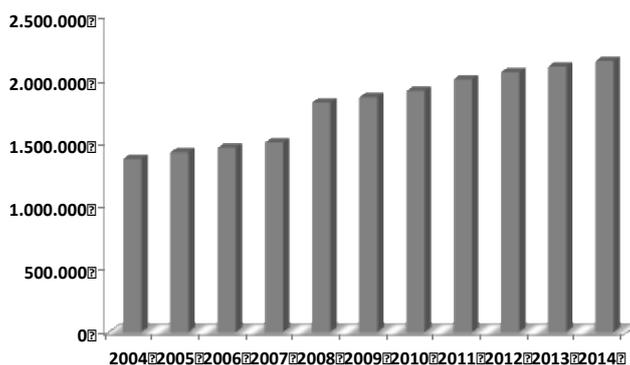
Fuente. CARE en base a MSP e INE

<sup>2</sup> Para la confección de la actualización del Entorno del Sector Salud se basó en la información estadística comprendida en "Cuentas Nacionales de Salud 2009 – 2012", Rendición de Cuentas de la JUNASA para el año 2014 y el "Informe sobre Movilidad Regulada de febrero de 2016 de la DIGESNIS – MSP.

La cobertura del FONASA alcanza el 88% de la población, una cifra aproximada de 2,3 millones de personas (ver Gráfica 1). Estas se distribuyen en un 81,7% a través de la IAMC, un 2,5% a través de los seguros privados y el 15,8 % restante a través de ASSE.

El proveedor de salud que agrupa a más ciudadanos son las IAMC, seguidos por ASSE. Por último, se encuentran los seguros que concentran, generalmente, a los sectores socioeconómicos de mayor poder adquisitivo.

**Gráfica 1. Evolución de los afiliados en las IAMC.**



Fuente: CARE en base a información del MSP.

En lo que respecta a la distribución de los afiliados en el sistema privado, el 59% de los afiliados FONASA se encuentran distribuidos en la capital, mientras el 41% restante se distribuye en los departamentos del interior del país.

Otra alternativa metodológica utilizada para inferir el porcentaje de la población que tiene algún tipo de asistencia de salud es a través de la información de la Encuesta Continua de Hogares y/o del Anuario Estadístico del INE. De ella se extrae que el 60,5% de la población se atiende en alguna IAMC y el 30,5% se atiende en ASSE (ver Cuadro 2).

<b>Cuadro 2. Porcentaje de personas con derecho de atención a servicios de salud</b>	
<b>IAMC</b>	59,5
IAMC a través del FONASA	54,4
IAMC pago privado	5,1
<b>ASSE</b>	30,0
ASSE a través del FONASA	11,4
ASSE por bajos recursos	18,6
<b>Otros</b> (seguro, emergencia móvil, etc)	10,5

Fuente: CARE en base a información del Anuario Estadístico del INE 2015.

<b>Cuadro 3. Distribución del Nº de afiliados FONASA</b>	
Instituciones privadas Interior	769.828
Instituciones privadas Montevideo	1.122.041
ASSE	417.984
<b>Total</b>	<b>2.309.853</b>

Fuente: CARE en base a información del MSP a diciembre de 2014.

En el interior del país existe una atomización de instituciones que corresponde con el número de departamentos. En la capital, 3 instituciones concentran más del 50% del número de afiliados, estas son: Médica Uruguaya, la Española y el CASMU.

## Financiamiento

Las fuentes de financiamiento se pueden agrupar de la siguiente forma: impuestos y contribuciones, precios y contribuciones obligatorias a la seguridad social. A continuación se describe cada una de ellas:

Impuestos y contribuciones. Se destinan en su totalidad a instituciones públicas (MSP, ASSE, UdelaR, Sanidad Militar, Sanidad Policial, Intendencias, BSE y BHU)

Contribuciones obligatorias. Se destinan en su totalidad a instituciones públicas (FNR y BPS)

Precios. Fondos provenientes de Empresas Públicas que se destinan al financiamiento de la cobertura de salud de sus funcionarios.

Hogares. A través de las cuotas y pagos de cada persona que destina recursos hacia instituciones privadas. Estas son IAMC, Seguros privados, Emergencias móviles y Asistencia particular en consultorio y farmacias.

## El mercado de la salud en Uruguay

Como se describió anteriormente, en el mercado de la salud en Uruguay interactúan diversos agentes. Por un lado están los demandantes de servicios o consumidores, básicamente toda la población excepto una minoría que no está incluida en el sistema. Por otro lado están los oferentes de servicios, públicos y privados (IAMC, seguros, emergencias médicas, consultorios), del interior y de Montevideo.

Esta demanda tiene la especificidad del envejecimiento de los afiliados al sistema IAMC con relación a la población del país y unos costos de servicios médicos crecientes hacen que sea indispensable que la cuota o el precio de la salud se adecúe sistemáticamente al aumento de dicho gasto. A continuación se describirán algunas características del gasto en salud en Uruguay y su financiamiento. Asimismo se describirán las características salientes de la demanda por servicios de salud.

## Gasto en salud

Debe atenderse la evolución creciente que ha tenido el gasto en salud en Uruguay en los últimos 10 años (Ver Cuadro 11).

Cuadro 4. Gasto en Salud*			
Año	Gasto en Salud/PBI	Gasto en Salud Millones de dólares	Gasto per cápita (dólares)
2004	8,7%	1.160	351
2005	8,2%	1.426	431
2006	8,3%	1.606	485
2007	8,0%	1.864	561
2008	7,9%	2.410	723
2009	9,0%	2.715	812
2010	8,8%	3.410	1.016
2011	8,5%	4.160	1.235
2012	9,0%	4.454	1.318
2013	8,8%	5.067	1.473
2014**	8,8%	5.067	1.467

Fuente: CARE en base a información del INE, BCU y MSP.

\*Nota: las cifras de gasto en salud de 2011 y 2012 refieren a estimaciones preliminares del MSP-OPS/OMS, 2013 al Banco Mundial.

\*\* 2014 es estimado y calculado en base a la información de la Ley de Presupuesto 2015.

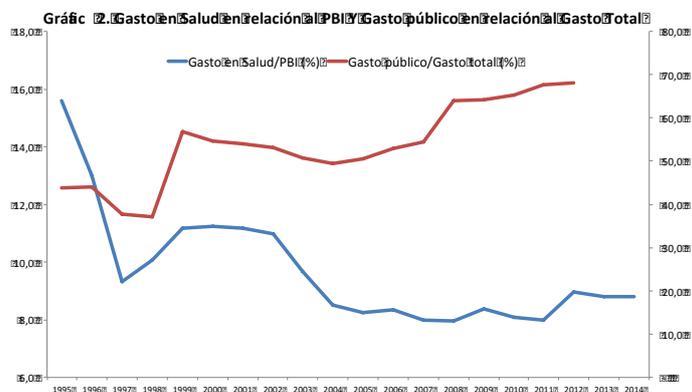
En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud parece encontrarse dentro de los parámetros normales de tendencia internacional (ver Cuadro 12).

Cuadro 5. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI		Año 2013
EEUU		17,1
SUIZA		10,5
ALEMANIA		11,3
CANADÁ		10,9
FRANCIA		11,7
ESPAÑA		9
URUGUAY		9
JAPÓN		10,3
CHILE		7,7
ARGENTINA		7,3
MÉXICO		6,2
COLOMBIA		6,8
PERÚ		5,3

Fuente: Banco Mundial

En lo que respecta a la evolución histórica reciente del gasto en salud en Uruguay, se observa que después de los altos valores de mediados de la década del 90, el gasto se mantuvo en valores del 8% en relación al PBI (ver Gráfica 2). Llama la atención cómo el gasto público ha aumentado su participación a partir de la reforma de 2008. Esto se debe a que lo que figura como gasto público, contempla el FONASA que es un aporte privado que financia en parte las erogaciones del poder ejecutivo para el Sector Salud.

**Gráfica 2. Gasto en Salud en relación al PBI Y Gasto público en relación al Gasto Total**



Fuente: CARE en base a información del MSP.

### ***Evolución de las fuentes de Financiamiento***

En esta sección se describirá la evolución del financiamiento del sector como un sistema cerrado, independientemente de que hayan o no instituciones ganadoras y perdedoras dentro del mismo.

Como fue mencionado anteriormente, el gasto público en Salud ha crecido en los últimos años. También su financiación, en particular a partir de la reforma del 2008 con la creación del FONASA que dotó al sistema de más recursos de los que contaba en el pasado.

El Sistema de Salud se financia con fondos públicos y con fondos privados<sup>3</sup>. Las fuentes de financiamiento públicas se componen de impuestos generales y departamentales, ingresos de las empresas públicas mediante los precios que cobran por la provisión de servicios y contribuyentes a la seguridad social. En los últimos años, producto de la reforma del 2008, el financiamiento público representa dos tercios del gasto total, aumentando el financiamiento a través de la seguridad social, en particular por el FONASA (representando alrededor del 75% de la fuente de financiamiento de la Salud a través de la Seguridad Social). El financiamiento privado de los hogares se realiza a través del gasto directo en Salud que hacen las personas (Estos denominan financiamiento de “Prepago” y “Gastos de Bolsillo”).

Dentro del financiamiento del sector público para la realización de servicios de salud se destacan las contribuciones a la seguridad social, que participan aproximadamente en un 60%. A su vez, ese 60% se subdivide en contribuciones del empleador, del empleado, de pasivos y de transferencias del gobierno a la seguridad social. Otro cambio que se evidenció en el período que caracterizó la post reforma fue la mayor contribución del empleado y al mismo tiempo, una disminución de la transferencia del gobierno a la seguridad social. Según el último dato publicado por el MSP, el aporte del empleado se situaba en el entorno del 43% y la contribución del gobierno a la Seguridad Social se situaba en valores del 14%. Como contraste, en el año 2006 la contribución del empleado se situaba en 18,6% y la contribución del gobierno era del 26%.

El FONASA es deficitario y año tras año Rentas Generales tiene que realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El Cuadro 13 describe la evolución de las transferencias de Rentas Generales requeridas para cerrar la brecha de ingresos y egresos. Destaca el incremento que han manifestado los últimos tres años tanto en términos de su magnitud real como en términos de su porcentaje respecto al conjunto de egresos del FONASA.

Cuadro 6. Transferencias de Rentas Generales al FONASA y Egresos Totales a precios constantes 2008. Millones de pesos									
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Transferencias	896	472	1.002	538	449	1.025	2.443	4.217	5.609
Egresos	7.820	8.288	14.134	16.307	18.360	20.523	26.250	30.766	34.473
%s/Egresos	11%	6%	7%	3%	2%	5%	9%	14%	16%

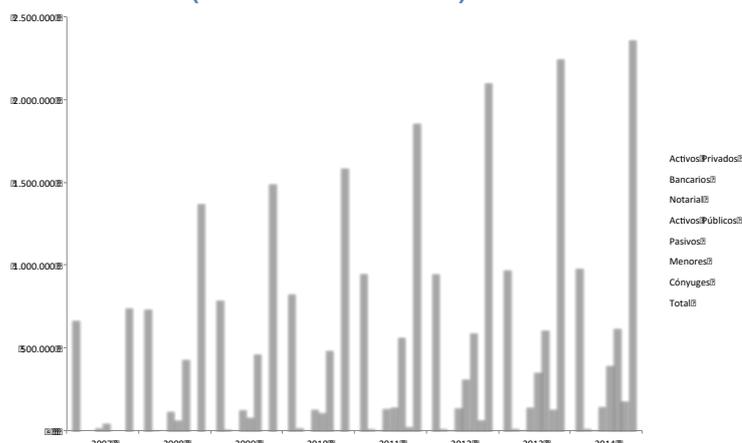
Fuente: Departamento de Regulaciones Económicas. Área de Economía de la Salud. DIGESNIS. En base a información de BPS y a serie del IPC publicada por el INE

Los egresos aumentan debido a que año tras año se verifican ingresos de personas en tramos de edad que generan más egresos que ingresos. A modo de ejemplo: (a) jubilados y pensionistas, mayores de 74 años a diciembre de 2010 y con ingresos superiores a 3 BPC, (b) cónyuges con al menos un hijo a cargo, (c) pagos por sobrecuota de inversión con instituciones amparadas con contratos de gestión suscritos en 2011. A continuación se presentan las gráficas 5 y 6, que describen la evolución de las incorporaciones estimadas por el MSP entre 2011 y 2016<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

<sup>4</sup> Ver Cuentas Nacionales de Salud 2009-2012.

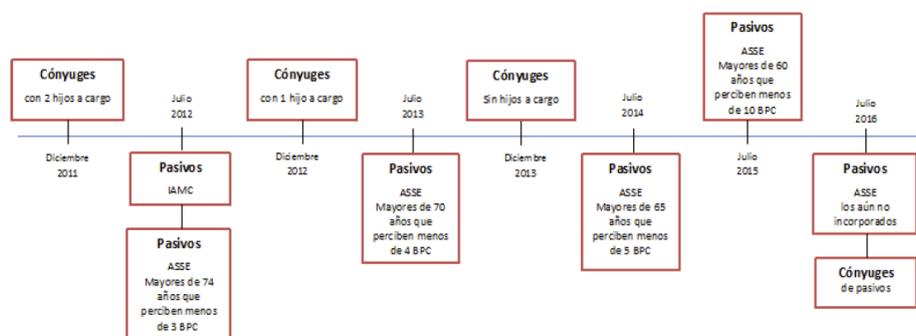
**Gráfica 3. Población afiliada al Seguro Nacional de Salud.  
(diciembre de cada año)**



Fuente: elaborado por Care en base a información de la JUNASA.

Los ingresos difícilmente aumenten debido a que el país ha experimentado una coyuntura económica favorable y prolongada que ha incrementado el empleo y el ingreso formal de los hogares. Únicamente el incremento aún mayor de la “formalidad” del mercado laboral y el mantenimiento del empleo en las condiciones actuales podría moderar este déficit. La implementación de la Ley 19.210 (Acceso de la población a servicios financieros y promoción del uso de medios de pago electrónicos) que llevará una mayor formalización sistémica del mercado laboral, podría colaborar en incrementar los ingresos del Sistema.

**Gráfica 4. Evolución de los incorporados al FONASA y proyectado 2015 y 2016.**



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

La brecha existente entre egresos e ingresos se viene incrementando. Por esta razón es relevante conocer si este déficit representa un orden de magnitud que alerte sobre la sustentabilidad del Sistema. En este sentido, CARE estimó este déficit en relación al PBI, al déficit del Sector Público y al gasto público en Salud.

Estas estimaciones dieron como resultado que el déficit del FONASA para el año 2013 significó el 0,53% del PBI, representó aproximadamente el 16% del déficit acumulado del Sector Público y el 9,3% del Gasto Público en Salud. Este déficit representa una cifra considerable y probablemente creciente aunque no reviste (a priori) una magnitud relevante. Este contexto podría acentuarse de verificarse una persistencia en el tiempo del shock económico negativo actual debido a que el ingreso del Sistema se reduciría en función de la caída del empleo, mientras que los gastos serían crecientes tanto por eventuales aumentos del salario en la rama Salud como en

lo que respecta a los nuevos contingentes de beneficiarios FONASA en 2015 y 2016, ambos deficitarios (ver Gráfica 4).

Otro elemento a considerar es el resultado de la movilidad regulada de usuarios que se evidencia en el mes de febrero de cada año. Una creciente movilidad podría representar un descontento de los usuarios con la IAMC elegida y una movilidad estable o decreciente podría representar un factor favorable.

Si bien los movimientos han aumentado en valores absolutos, en términos relativos se han mantenido en el entorno del 4% (Ver Cuadro 14).

Cuadro 7. Evolución del número de habilitados y cantidad de movimientos.			
Periodo	Habilitados	Movimientos	Mov/Hab
Febrero 2009	272.691	20.213	7,4%
Febrero 2010	338.814	22.504	6,6%
Febrero 2011	839.073	53.651	6,4%
Febrero 2012	1.063.632	49.367	4,6%
Febrero 2013	1.194.048	52.134	4,4%
Febrero 2014	1.350.473	55.364	4,1%
Febrero 2015	1.526.872	62.032	4,1%
Febrero 2016	1.606.482	63.130	3,9%

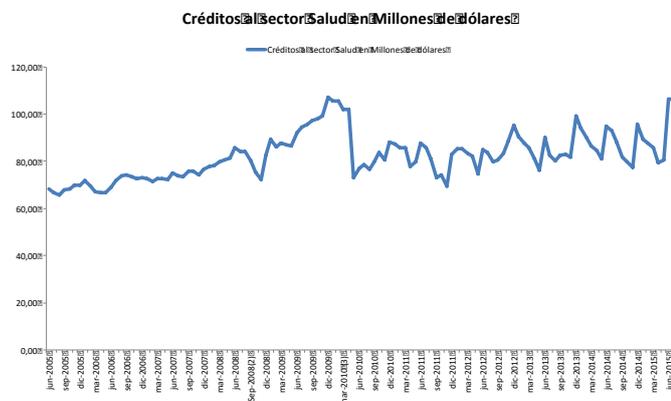
Fuente: BPS

En lo que respecta al financiamiento de la salud a través del sistema financiero, resulta especialmente pertinente considerar el endeudamiento bancario que tiene el sector. En base a dicha consideración, para la actual calificación se introdujo el seguimiento del endeudamiento sectorial en el sistema bancario reportado por el BCU.

Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: “Actividades de hospitales”, “Actividades de médicos” y “Otras actividades relacionadas con la salud humana”<sup>5</sup>. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario consolidado y los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.

Este endeudamiento se encuentra estable según se describe en la gráfica 4. No obstante lo anterior, es importante destacar que el endeudamiento bancario tiene una baja representación en el endeudamiento sectorial (según se desprende de los balances de las IAMC). Igualmente es importante realizar un monitoreo periódico ya que podría ser un indicador que adelante señales de alerta sectoriales.

**Gráfica 5. Endeudamiento del sector salud**



Fuente: elaborado por CARE en base a datos del BCU

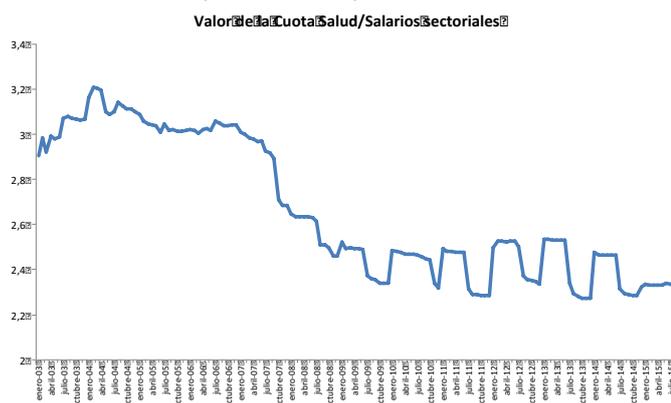
<sup>5</sup> Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

## Precios relativos

Los principales precios del Mercado de la Salud corresponden a los referentes a los que impactan en los ingresos y los que impactan en los costos. Por ese motivo, CARE realiza un seguimiento de los precios relativos (precios que inciden en el ingreso/precios que inciden en los costos). En lo que refiere a los ingresos, el precio más relevante del Sistema<sup>6</sup> es la cuota “salud”. En lo que refiere a los precios que inciden en los costos, los precios más relevantes son: (a) el precio del factor trabajo (salario “sectorial”) y el precio de medicamentos e insumos médicos. Según detalla el Informe de Cuentas Nacionales de Salud (MSP-OPS/OMS0, “la remuneración de los empleados” representa el 55% de los costos de los “prestadores de salud”, “otros suministros y servicios” representa el 25% y “medicamentos” representa el 13,5%.

Estos tres precios son los que en tendencia, debería moverse de forma similar en el largo plazo. Salario sectorial e insumos podrían complementarse, o sea, cuando uno aumenta el otro pueda disminuir y viceversa. Lo que no es sustentable es que estos aumenten y que el valor de la cuota no lo haga en la misma forma.

**Gráfica 6. Relación valor de la cuota salud y los salarios sectoriales**  
(Cuota/Salario).



Fuente: CARE en base a información del MSP

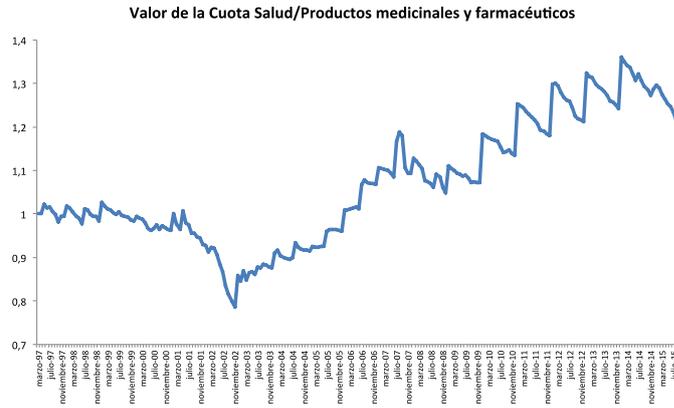
Se observa cómo los salarios aumentaron más que la cuota en el pasado reciente, estabilizándose a partir del 2009 (Gráfica 5) mientras que los insumos han disminuido su participación (Gráfica 6). Este punto merecerá una debida atención en las actualizaciones de la calificación debido a que las remuneraciones al factor trabajo representan aproximadamente el 75% de los costos de producción de servicios de salud. Por lo tanto, en función de que el crecimiento demográfico es casi nulo en Uruguay, el cociente entre el valor de la cuota salud y los salarios pasa a ser la relación que mantiene equilibrado al sistema. Vale la pena aclarar que este análisis no captura la eventual ganancia de productividad de la mano de obra producto del avance técnico en los procesos de gestión y producción de los servicios de salud.

<sup>6</sup>Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.

En sentido contrario al índice de los salarios, el precio de los productos medicinales y farmacéuticos han exhibido una disminución en términos de precio de la cuota salud (Gráfica 7). En la estructura de costos, los precios mencionados anteriormente son los segundos en importancia después de los salarios.

### Gráfica 7. Relación valor de la cuota salud y los productos medicinales y farmacéuticos.

*(Cuota/Productos medicinales).*



Fuente: CARE en base a información del MSP

La información anterior es utilizada para la discusión de los riesgos del entorno en la calificación.