

**CARE**

CALIFICADORA DE  
— RIESGO —

---

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

**CARE Calificadora de Riesgo**

Montevideo, abril de 2014

## SUMARIO

---

	<b>Página</b>
<b>RESUMEN GENERAL</b>	3
SECCION I. INTRODUCCIÓN	5
SECCIÓN II. LOS TITULOS DE DEUDA	9
SECCIÓN III. LA EMPRESA ADMINISTRADORA	11
SECCIÓN IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS	12
SECCIÓN V. EL ENTORNO	19
SECCION VI. CALIFICACION DE RIESGO	31

---

## RESUMEN

Abril 26 de 2014

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

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

Activo Fideicomitado: Flujo de fondos provenientes de los créditos de Casa de Galicia contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)

Emisor: República Afisa  
Fideicomitente: Casa de Galicia

Amortización Capital: 14 años a partir de la fecha de emisión con un año de gracia.

Pago mensual de intereses, a partir de la emisión.

Tasa: 4.5 % lineal anual en UI, pudiendo llegar a un máximo de 6% según serie

Garantía: Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

Asesor Jurídico CG: Guyer y Regules

Fiduciario: República Afisa

Entidad Registrante: BVM

Administración y pago: República Afisa

Vigencia de la calificación: hasta el 30/11/2014<sup>1</sup>

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

Calificación de riesgo: A (uy)<sup>2</sup>

## RESUMEN GENERAL

CARE ha mantenido la calificación A (uy) de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia.

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

- La formulación de un programa de reestructura de toda la gestión, con precisos objetivos tanto en responsabilidades asignadas como en tiempos de ejecución.
- Como parte de la reestructura prevista en el llamado Plan de Reestructuración de Casa de Galicia <sup>1</sup> y para alcanzar la sostenibilidad económico financiera, se constituyó este fideicomiso que permitió pre cancelar con quitas dos obligaciones importantes como lo son el concurso civil y el fideicomiso laboral. Asimismo los recursos obtenidos en la emisión posibilitaron la realización de algunas inversiones así como incrementar el capital de giro y mejorar la gestión de compras de CG.
- El plan de viabilidad ha sido aceptado por los Ministerios de Economía y Finanzas y de Salud Pública por resolución 403 de fecha 22 de junio de 2011 lo que permitió a la Institución acceder al Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC creado por la ley 18439. Con el respaldo de esta garantía, CG accedió a recursos del mercado de capitales, a partir de la emisión de títulos representativos de deuda del fideicomiso financiero formado por la cesión a éste del flujo de cobranzas de cuotas FONASA necesarias para cubrir el monto de hasta 150 millones de UI más sus intereses.
- El elemento sustantivo de la calificación es la garantía del Estado no solo en su monto, su definición política, sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en el caso de incumplimiento. En efecto el blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica, y en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de CG, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades.

<sup>1</sup> Art. 59.8 del Manual de Registro de Emisores y Valores de BEVSA

<sup>2</sup> La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Y que asimismo el flujo de fondos futuro proporcionado por la institución no resiste análisis de sensibilidad. Por lo tanto podría ponerse en duda la capacidad de la empresa de pagar los compromisos asumidos. Así lo han entendido tanto el gobierno como la propia institución, al acompañar los bienes fideicomitidos no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia.

Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja de ocurrencia de litigios que puedan afectar el funcionamiento de la garantía, que se analiza en el Informe Jurídico; a la conformidad con todas las disposiciones en vigencia; la principal fortaleza del repago de los títulos, que hace que puedan alcanzar el grado inversor, se subraya que estriba en la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y otros de análoga naturaleza), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida.

El desempeño futuro de la Institución, para adquirir una situación confortable y mantenerse alejada de utilizar las garantías, se vincula a cambios en toda la gestión, en la propia cultura institucional, y en el logro de acuerdos con sus acreedores, con quitas asociadas a la precancelación de deudas, esto último ya ha ocurrido. De todos estos cambios, el más relevante, por tener efectos permanentes, es el logro de las metas de mejora de gestión tal como se recogen en el flujo de fondos.

## SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos de deuda emitidos por el fiduciario del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia por UI 150.000.000 (unidades indexadas ciento cincuenta millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por Casa de Galicia <sup>3</sup> del Fondo Nacional de Salud <sup>4</sup>, con vencimiento en diciembre de 2025, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso firmado oportunamente. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio. <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 fija o variable, o un interés según corresponda <sup>6</sup>.

En este caso se trató de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 150.000.000 UI, amortizables, luego del período de gracia de un año, mensualmente durante los siguientes 13 años. El interés es 4.5 % lineal anual en UI. En definitiva, el proceso de colocación de la emisión ocurrió entre el 20 y el 24 de diciembre de 2012 y se recibieron ofertas por UI 287.125.000 habiéndose aceptado un monto de UI 150.000.000 a un precio promedio de 109.48% lo que arroja un interés promedio de 3.05%. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión y durante los siguientes 12 meses, durante el cual el fideicomiso realizará solamente el pago de los intereses generados por los Títulos de Deuda. A partir de enero de 2014 comenzó la amortización. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439 <sup>7</sup>, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus

---

<sup>3</sup> El fideicomitente, en adelante CG

<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

manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

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

## **2. Antecedentes**

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de Casa de Galicia es parte de un proceso que abarca la reestructura de toda la gestión, con la implementación de un cambio general asumido frente al gobierno que lo ha aprobado. Supone una reestructura de pasivos con pre cancelación con quitas de deudas comerciales del concurso civil, así como las del fideicomiso laboral. Junto a esta reestructuración del pasivo, que es la etapa final de un proceso que incluyó la cancelación de otras deudas, se prevé la realización de algunas inversiones así como una recomposición de la liquidez que permitirá entre otros objetivos, mejorar toda la gestión de compra. En definitiva se trata de una etapa decisiva de un proceso de cambios que debería conducir a un equilibrio económico permanente incluyendo el pago de la deuda a contraer.

Con fecha 22 de diciembre de 2008 el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 18.349 por la cual se constituyó el Fondo de Garantía IAMC, como un patrimonio de afectación independiente, destinado a garantizar el financiamiento de aquellas instituciones de asistencia médica colectiva que presenten planes de reestructuración de sus pasivos con la finalidad de volverlas viables. De acuerdo con lo previsto en el artículo 1° de la Ley, el Fondo de Garantía IAMC se nutría según esa norma de fondos de rentas generales por un monto anual equivalente a UI 64.000.000, hasta alcanzar la suma de UI 192.000.000. En caso que dicho monto total disminuyera en algún período, el Fondo de Garantía IAMC se volvería a alimentar de Rentas Generales tantas veces como fuera necesario hasta alcanzar la suma total señalada precedentemente. Estos montos se modificaron en la Ley de Presupuesto número 18.719, art. 289, ampliando el monto anual inicial a UI 128.000.000, manteniendo el tope en UI 192.000.000, monto del que ya se dispone en la actualidad (véase Cuadro 7).

El 16 de octubre de 2009, el Ministerio de Economía y Finanzas y República AFISA constituyeron el denominado "Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC", al cual el primero transfirió: a) los fondos que integraban el Fondo de Garantía IAMC; b) los créditos del Fondo de Garantía IAMC contra rentas generales hasta alcanzar la suma de 192.000.000 UI y los que surjan en el futuro en caso que los recursos comprendidos en el Fondo de Garantía IAMC deban aplicarse para hacer frente al pago del financiamiento obtenido por las instituciones que se acojan al régimen de la Ley N° 18.439; y c) los derechos y acciones que pueda tener derivadas de la Garantía de Estabilidad. De acuerdo al contrato de constitución, el fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC es República AFISA.

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

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

En la misma resolución los Ministros de Economía y Finanzas y Salud Pública, autorizaron la emisión de una garantía por hasta UI 150.000.000 (unidades indexadas ciento cincuenta millones) adicionada de los intereses que puedan corresponder, con un máximo del 6% anual, en las condiciones establecidas en la Ley No. 18.439 de 22 de diciembre de 2008 a los efectos

de ser utilizada en el llamado "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia" que se califica. También autorizaron la emisión de una garantía por hasta \$ 100.000.000 (cien millones de pesos uruguayos) a los efectos de afianzar un crédito bancario por hasta esa cantidad, que permitiera adelantar parte de los fondos mientras se procesaba la emisión del fideicomiso financiero de oferta pública cuya calificación se actualiza.

Este crédito fue otorgado por el BROU y desembolsado en dos tramos en enero y febrero de 2012 para comenzar a implementar algunas de las medidas propuestas en el Plan de Reestructura aprobado. Estas garantías que se constituyeron a partir de la resolución antes mencionada no son las únicas con afectación al Fondo. Pero como se verá más adelante el mismo alcanzaría para cubrir anualmente todas ellas, aún en la peor hipótesis, es decir la falta de pago simultánea de todas las instituciones con emisión de fideicomisos financieros respaldados con la garantía del Fondo (Cuadro 7). Aún en este caso el Estado se compromete a reponer el fondo tantas veces como sea necesario (Ley 18.439).

La reestructura que motivó la realización de esta operación se basaba en cambios en cinco áreas, algunas ya implementadas:

1. Adecuación de la estructura interna en áreas tales como auditoría, gestión comercial, de compras, de recursos humanos, gestión de calidad.
2. Adecuación de software y hardware lo que compone la inversión inmediata.
3. Control de remuneraciones.
4. Aumento de capital de giro para mejorar la gestión de compras.
5. Reestructura de pasivos, aspecto central de la emisión.

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

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

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

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

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

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

Según informó a CARE la gerencia administrativa la institución siguió avanzando en la dirección prevista, particularmente:

- Ha culminado el proceso de absorción de COMETT (institución de Treinta y Tres) que aporta unos 1.000 afiliados. Solo resta que el MSP lo autorice.
- En agosto de 2013 comenzó el cobro por la cuota inversión (3%) que permitirá realizar inversiones en el local de 18 de Julio y en la policlínica del Cerro. En esta última ya comenzaron las obras.

- El 23 de octubre de 2013 se firmó un Convenio de Complementación de Servicios con la Administración de los Servicios de Salud del Estado (ASSE). Este acuerdo ya está operativo.
- Al cierre del "corralito" en febrero pasado, la institución tuvo 1637 altas y 1695 bajas lo que da un resultado neto de -58.

Al 31 de diciembre de 2013 según se informa en los EE.CC el Fideicomiso recibió por concepto de cesiones de cuotas FONASA de los créditos pertenecientes a la institución, la cantidad de UI 203.647.135 de los UI 205.500.000 que correspondía; la diferencia de UI 1.902.862 fue aportada al Fideicomiso directamente por CG. Esta diferencia ya se había informado en el semestre anterior.

Por su parte el Fideicomiso pagó UI 5.016.226 por concepto de intereses exclusivamente ya que la operación, en el ejercicio 2013, se encontraba aun dentro del período de gracia que vencía en enero de 2014 momento a partir del cual corresponde iniciar la amortización de la emisión.

Asimismo, durante el mismo período, el Fideicomiso devolvió fondos a CG, en cumplimiento de los artículos 4.6 y 6.4 del contrato de constitución del Fideicomiso, por \$ 519.764.132 quedando al 31/12/13 un remanente por devolver de \$ 49.376.076 el cual se presenta como una cuenta a pagar a CG. Se concluye entonces que el Fideicomiso viene cumpliendo con sus obligaciones.

En el ejercicio de CG cerrado a setiembre de 2013 aparece, bajo la denominación Resultados Diversos, una partida de \$ 303.869.921 (ajustando la cifra informada en el semestre pasado que era de \$ 270.000.000) como un ingreso extraordinario por concepto de quitas obtenidas en la Junta de Acreedores. Esto explica que la institución tenga un resultado final fuertemente positivo que, naturalmente, no tiene que ver con las operaciones corrientes de CG aunque se destaca era uno de los objetivos de esta operación.

En otro orden, la institución informa que no hay nueva encuesta de satisfacción.

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

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

La información adicional analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe de Calificación realizado por CARE en abril de 2013 y su actualización del mes de noviembre del mismo año.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/2013 con informe de auditoría.
- EE.CC de Casa de Galicia al 30/09/2013 con informe de auditoría
- Información sobre cumplimiento de las tres metas asistenciales mediante resoluciones de la JUNASA para el trimestre octubre a diciembre 2013.
- Información pública sobre el sector salud.
- Información detallada y actualizada sobre afiliaciones
- Entrevista con la gerencia administrativa presentando los avances producidos con la implementación de reformas.
- Resultados parciales hasta enero de 2014. Semestres móviles.
- Cuadro de contingencia máxima por garantías emitidas actualizado por RAFISA.
- Proyección de resultados al 30/9/2016

## SECCIÓN II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

Se trata de Títulos representativos de Deuda escriturales emitidos por el Fiduciario de acuerdo al documento de emisión con los siguientes detalles.

Denominación:	Fideicomiso Financiero Casa de Galicia
Fideicomitente:	Mutualista Casa de Galicia
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA)
Agente de Pago:	RAFISA
Entidad Registrante:	Bolsa de Valores de Montevideo (BVM)
Entidad Representante:	BVM
Títulos a emitirse:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Activos del fideicomiso:	Flujo de fondos provenientes de los créditos que Casa de Galicia tiene contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA) por los servicios asistenciales prestados a los sujetos comprendidos en el régimen del Sistema Nacional Integrado de Salud, de acuerdo con la Ley N° 18.211 consistente (a la fecha de esta emisión) en los montos que se establecen en el Anexo 1.4 del Contrato de Fideicomiso Financiero (ANEXO 9 del Prospecto).
Garantía:	Los Títulos de Deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y Republica AFISA el 16 de octubre de 2009 (en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439), para la emisión de garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por dicha Ley No. 18.439.
Moneda:	Pesos Uruguayos expresados en U.I.
Importe de la emisión:	U.I. 150.000.000 (ciento cincuenta millones de unidades indexadas) de valor nominal
Valor de cada Título de Deuda:	
Interés:	4.5 % efectivo anual <sup>8</sup> en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, sobre la base de un año de 360 días y de meses de 30 días. En el caso que hubiera más de una serie, el interés se fijará en el documento de emisión de cada serie pudiendo llegar a un máximo de 6%.
Tipo de licitación:	Por precio
Pago de intereses:	Mensuales desde la fecha de emisión. La primera cuota vence el 31/1/2013
Plazo:	14 años a partir de la fecha de emisión.
Período de gracia:	Desde la emisión y por doce meses.
Amortización y Pago de intereses:	Luego del período de gracia los títulos se amortizarán mensualmente, en 156 cuotas mensuales con arreglo al cronograma detallado en el prospecto. Las cuotas varían, aumentando lo amortizado luego de los primeros 24 meses.

Fuente de repago:	Cesión de créditos contra el FONASA que tiene CG provenientes de su actividad asistencial, en favor del "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia". La Cesión de créditos comprende también todos aquellos créditos o flujo de fondos que en el futuro puedan llegar a sustituir el régimen del FONASA.
Asesores Legales del Fideicomitente:	Guyer & Regules
Calificadora de Riesgo:	CARE Calificadora de Riesgo SRL
Calificación de riesgo:	A.uy
Oferta pública:	El Fideicomiso y los Títulos de Deuda a emitirse han sido inscriptos en el Registro de Valores del BCU.

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

*El riesgo jurídico de estructura, que por sus características, al consolidar la garantía de los títulos, conforma la parte fundamental de la calificación, se sigue considerando prácticamente inexistente (Puede consultarse el informe jurídico original en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).*

**Riesgo por iliquidez.** La posibilidad de salir rápidamente de los títulos constituye un atributo intrínseco de los mismos, aunque las características del mercado local ofrecen posibilidades limitadas.

### SECCIÓN III. LA EMPRESA ADMINISTRADORA

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

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.

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.

Posee un patrimonio al 31 de diciembre del 2013 de \$ 376.255.949 (24% superior al año anterior) y un índice de liquidez, medido como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) superior a 6.5. Los ingresos por servicios vendidos en el ejercicio en cuestión fueron de \$ 220.681.875 (algo menos que en el ejercicio anterior) obteniendo resultados operativos y finales del ejercicio del orden de 29% y 33% en relación a sus Ingresos respectivamente. Si lo comparamos con el ejercicio anterior, esta relación fue de 40% y 32%. Es decir, con resultados operativos menores a los del ejercicio anterior obtiene un resultado final similar producto de resultados financieros muy positivos.

En definitiva, la firma muestra niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

De acuerdo a lo informado en las notas a los EE.CC al 31 de diciembre de 2013, RAFISA administra 35 fideicomisos de distinta índole y un fondo de inversión.

#### **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

El activo subyacente consiste en la cesión de los créditos contra el FONASA o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Contrato de Fideicomiso Financiero recogido en el Prospecto de emisión, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del SNIS en el marco de la Ley N° 18.211. Esto sin perjuicio de cesiones anteriores que tienen prelación sobre estas tal como se da cuenta en el Anexo 9 del Contrato de Fideicomiso. Por otra parte algunas de esas cesiones, las más relevantes, serán sustituidas por estas.

Al 31 de diciembre de 2013, según los EE.CC del Fideicomiso las cesiones FONASA se vienen desembolsando con normalidad. El cronograma restante es el que se expone en el Cuadro 1 en la primera columna mientras que en las siguientes se expone el cronograma de desembolsos por concepto de amortización e intereses de los títulos emitidos. En la columna denominada Devolución CG se colocó el monto actualizado a diciembre de 2013 que surge del cumplimiento del artículo 4.6 del contrato de constitución del Fideicomiso Financiero y cuyo desembolso debe hacerse en 2014.

Cuadro 1: Cronograma de ingresos por cesiones FONASA y compromisos a desembolsar					
en UI anual					
Años	Ing. FONASA	Amortización	Intereses	Devolución CG	Saldo acum.
2013					17.242.371
2014	200.950.000	7.500.000	6.463.071	200.461.452	3.767.848
2015	16.800.000	7.500.000	6.132.338		6.935.510
2016	20.400.000	12.272.727	5.705.142		9.357.641
2017	20.400.000	12.272.727	5.163.942		12.320.972
2018	20.400.000	12.272.727	4.622.743		15.825.502
2019	20.400.000	12.272.727	4.081.544		19.871.231
2020	20.400.000	12.272.727	3.540.345		24.458.159
2021	16.800.000	12.272.727	2.999.146		25.986.286
2022	16.800.000	12.272.727	2.457.946		28.055.613
2023	16.800.000	12.272.727	1.916.747		30.666.139
2024	16.800.000	12.272.727	1.375.548		33.817.864
2025	16.800.000	12.272.727	834.349		37.510.788
2026	16.800.000	12.272.727	293.150		41.744.911
<b>Total</b>	<b>420.550.000</b>	<b>150.000.000</b>	<b>45.586.011</b>		

Nota: se toma como saldo 2013 las disponibilidades contables al 31/12/13 convertidas a UI por el valor a esa fecha: 2,7421

Fuente: CARE en base EE.CC Fideicomiso al 31/12/2013

Asimismo se constituye a favor del fideicomiso la garantía del "Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC" que asegura el repago de los Títulos de Deuda de acuerdo a la Resolución No. 404 del MEF y MSP; siendo por tanto el Fideicomiso Financiero Casa de Galicia beneficiario de la Garantía de Estabilidad accesoria a la Garantía.

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

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

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

En cuanto a la calidad asistencial se entiende que no debería ofrecer dificultades significativas en tanto la Institución es supervisada por el regulador de la calidad del sistema (el MSP). Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. En tal sentido, la institución viene cumpliendo satisfactoriamente con las metas asistenciales dispuestas en la cláusula vigésimo octava del contrato de gestión que suscribieron los prestadores, y que son supervisadas por la JUNASA. En esta oportunidad se presentan las resoluciones dictadas por la JUNASA referidas al cumplimiento de las tres metas para el último trimestre de 2013. Por otra parte, el llamado Plan de Reestructuración contiene propuestas de cambios muy significativos, tanto en el modelo de atención como en la propia organización, todos aprobados por el Ministerio de Salud Pública y el MEF. El 18 de enero de 2011, como ya se mencionó, el Consejo Directivo de Casa de Galicia aprobó por unanimidad el Plan de Reestructuración presentado por la Gerencia General, dando su total apoyo para su implementación que ya ha comenzado.

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

### **Riesgos considerados:**

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

La información utilizada fue los Estados Contables auditados correspondientes a los ejercicios finalizados al 30/09/2008, 30/09/2009, 30/09/10, 30/09/11, 30/09/12 y 30/09/13. A los efectos de este análisis se toma información de los últimos tres ejercicios.

### **Análisis de Rentabilidad**

En los siguientes cuadros se han resumido los datos en miles de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los tres últimos ejercicios económicos finalizados y auditados.

**Cuadro 2: Estado de Resultados resumidos al 30 de setiembre de cada año**

(miles de \$ históricos)			
Concepto	2011	2012	2013
Ingresos Operativos	1.396.244	1.532.553	1.742.891
Costo de Bienes y Servicios	(1.341.312)	(1.510.348)	(1.725.357)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>54.932</b>	<b>22.205</b>	<b>17.534</b>
Gastos de Administracion y Ventas	(110.194)	(109.863)	(144.098)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(55.262)</b>	<b>(87.658)</b>	<b>(126.564)</b>
Resultados Financieros	(30.347)	(49.458)	(65.500)
Resultados Extraordinarios	24.135	17.193	329.426
Impuestos, tasas y contribuciones		(5.832)	
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(61.474)</b>	<b>(125.755)</b>	<b>137.362</b>

Fuente: CARE en base EE.CC de CG

**Cuadro 3: Estados de Resultados expresados en % de ingresos operativos**

Concepto	2011	2012	2013
Ingresos Operativos	100%	100%	100%
Costo de Bienes y Servicios	-96,07%	-98,55%	-98,99%
<b>Resultado Bruto</b>	<b>3,93%</b>	<b>1,45%</b>	<b>1,01%</b>
Gastos de Administracion y Ventas	-7,89%	-7,17%	-8,27%
<b>Resultado Operativo</b>	<b>-3,96%</b>	<b>-5,72%</b>	<b>-7,26%</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>-4,40%</b>	<b>-8,21%</b>	<b>7,88%</b>

Fuente: CARE en base EE.CC de CG

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

- La persistencia de los resultados operativos y del ejercicio negativos, aunque en el ejercicio cerrado en setiembre 2013 se produce una ganancia extraordinaria producto de la reestructura de pasivos (ver Cuadro 2) que permite un cierre de ejercicio con resultados positivos. El resultado operativo es clave para medir la gestión de la Institución y demuestra la dificultad de proveer servicios de modo sustentable y que además le permita hacer frente a sus costos financieros. Esta situación al cierre del ejercicio 2013 no varía la tendencia de ejercicios anteriores, antes bien, muestra un deterioro de la misma. Esto sugiere que los esfuerzos concretados en la operación financiera de creación de este fideicomiso no han dado aún todos los resultados esperados.
- Los resultados negativos conducen inevitablemente a incrementar el endeudamiento y reducir el Patrimonio. Esto no ocurre en el último ejercicio analizado por el resultado extraordinario comentado líneas arriba.

La institución continúa realizando esfuerzos para revertir esta situación. Presenta resultados parciales, no auditados, a enero de 2014 en donde se puede apreciar una leve mejoría en los resultados operativos. En efecto, el semestre móvil cerrado a enero de 2014 arroja un resultado operativo negativo de \$ 6.792.321 que equivale a -4,29% de los ingresos. Como se puede apreciar en el Cuadro 3, este indicador era de -7,26% al cierre de setiembre de 2013.

### **Análisis de Solvencia**

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

- Concurso civil y Fideicomiso laboral
- Refinanciación de pasivos con Dirección General Impositiva y Banco de Previsión Social
- Cancelación de más del 95% del pasivo con el Fondo de Recuperación de Patrimonio Bancario y ratificación del Concurso Civil

Del cuadro siguiente surge que, pese a los malos resultados operativos, la gestión de los pasivos descrita líneas arriba ha permitido mantenerla en niveles estables y aún descendientes expresado como relación con los ingresos y/o los activos. Resulta entonces que el manejo que se ha hecho del pasivo ha tenido resultados favorables. En el ejercicio cerrado a setiembre de 2013, como es notorio, la reestructura de pasivos se tradujo en una importante ganancia por quitas (ya comentada) que se ve reflejada en un saldo de patrimonio contable positivo por primera vez en la serie analizada cumpliéndose lo que anticipábamos en el informe de actualización de noviembre pasado.

<b>Cuadro 4: Principales partidas del Estado de Situación</b>			
En miles de \$ históricos a fin de cada ejercicio			
Concepto	2011	2012	2013
Activo corriente	137.155	183.987	367.000
Activo no corriente	720.826	874.306	814.761
<b>Total activo</b>	<b>857.981</b>	<b>1.058.293</b>	<b>1.181.761</b>
Pasivo corriente	440.273	592.972	549.951
Pasivo no corriente	561.988	555.043	587.425
<b>Total pasivo</b>	<b>1.002.261</b>	<b>1.148.015</b>	<b>1.137.376</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>(144.280)</b>	<b>(89.722)</b>	<b>44.385</b>
<b>Razon corriente</b>	<b>0,31</b>	<b>0,31</b>	<b>0,67</b>
<b>Relacion pasivo/ingresos mes</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>7,83</b>
<b>Relacion pasivo/activo</b>	<b>1,17</b>	<b>1,08</b>	<b>0,96</b>

**Fuente: CARE en base a CG**

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

No es un aspecto relevante en esta calificación, ya que los títulos tienen una garantía propia, que es la cesión de cuotas FONASA y, fundamentalmente, la otorgada por el Estado; por lo tanto la liquidez de CG o su carencia no influyen en el pago de los títulos en la medida, claro está, que la institución se mantenga operativa. No obstante y a modo ilustrativo se incluye a continuación los índices de liquidez de la empresa de acuerdo a los últimos tres ejercicios finalizados y auditados tomando como tal el cociente entre Activo Corriente y Pasivo Corriente. Estos índices para los tres últimos ejercicios son respectivamente: 0.67, 0.31 y 0.31 tal como puede observarse en el Cuadro 4. Estos ratios no indican una buena posición de liquidez aunque cabe resaltar la sensible mejoría producida en el último ejercicio producto precisamente de la reestructura del pasivo.

En resumen, la rentabilidad, la solvencia y la liquidez de Casa de Galicia, en sí mismas, no podrían asegurar el éxito de esta operación, lo que explica la creación financiera con garantía del Fondo de Garantía IAMC, objeto de calificación. Esta creación no parece haber dado aún, todos los resultados esperados.

## 2. Resultados proyectados

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

En esta oportunidad la institución vuelve a presentar una proyección del estado de resultados, en este caso hasta el 30 de setiembre de 2016 y cuyo resumen puede verse en el Cuadro 5.

Como es sabido, las proyecciones están en permanente revisión en virtud de la realidad y las medidas correctivas que la misma aconseja implementar. Hemos mencionado una serie de medidas que la gerencia de CG está llevando adelante, muchas de las cuales son necesarias para alcanzar los resultados proyectados

Cuadro 5: Estado de Resultados ptoyrctados al 30 de setiembre de cada año			
(miles de \$ historicos)			
Concepto	2014	2015	2016
Ingresos Operativos	1.965.136	2.188.739	2.387.159
Costo de Bienes y Servicios	(1.862.169)	(2.043.858)	(2.208.470)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>102.968</b>	<b>144.881</b>	<b>178.689</b>
Gastos de Administracion y Ventas	(157.066)	(168.654)	(178.099)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(54.099)</b>	<b>(23.773)</b>	<b>590</b>
Resultados Diversos	20.288	26.661	28.154
Rsultados Financieros	(71.418)	(75.843)	(80.090)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(105.229)</b>	<b>(72.955)</b>	<b>(51.346)</b>
Resultado Bruto/Ingresos Operativos	5,24%	6,62%	7,49%
Resultado Operativo/Ingresos Operativos	-2,75%	-1,09%	0,02%
Resultado del Ejercicio/Ingresos Operativos	-5,35%	-3,33%	-2,15%

Fuente: Casa de Galicia

Como se desprende del Cuadro 5 aún en la proyección presentada por CG para los próximos tres ejercicios (incluyendo el ejercicio en curso) persisten los resultados negativos, incluso los operativos a excepción del ejercicio a cerrar en 2016 donde se alcanzaría el equilibrio. Los supuestos que sustentan estos resultados lucen razonables y son difíciles de controvertir, aunque alguno de ellos como la evolución del número de afiliados, supone esperar un comportamiento que en el pasado reciente no ha ocurrido. En efecto, se asume que los afiliados a CG podrán incrementarse en hasta un 3% anual, sin embargo como puede verse en el Cuadro 6, en los últimos 5 años el nivel de afiliados ha permanecido casi incambiado. El mayor crecimiento que se anuncia para este año viene dado por la absorción de COMETT con sus 1.000 afiliados. En un sentido similar, la proyección de resultados supone una mejora importante en algunos indicadores básicos. A título de ejemplo, en el Cuadro 3 se

observa que el mejor ratio Resultado Bruto/Ingresos Operativos obtenido en la serie analizada corresponde al ejercicio cerrado en 2011 con 3.93% mientras que para el ejercicio a cerrar en 2014, se espera obtener para el mismo ratio un valor de 5.24% (el peor de la serie proyectada). Algo similar ocurre si observamos el ratio Resultados Operativos/Ingresos Operativos; el mejor de la serie histórica presentada en el Cuadro 3, también corresponde al ejercicio cerrado en 2011 con -3.96% mientras que en el proyectado (Cuadro 5) se espera para setiembre 2014 un valor de -2.75% mejorando de ahí en más.

En esta oportunidad carece de sentido sensibilizar una proyección que parte de la base de obtener resultados negativos.

Como se comentaba líneas arriba parece haberse estabilizado, luego de la caída registrada el año anterior, el nivel de afiliados. Eso se puede ver en el Cuadro 6. Además, una vez aprobada formalmente la absorción de Comett debe agregarse a esa cifra, los mil socios que aporta ésta. De todas formas, la evolución del número de afiliados no se estaría comportando tal cual lo previsto y su proyección asumiendo un incremento de hasta 3% anual no parece fácil de sostener a la luz del comportamiento reciente.

Cuadro 6: evolución de afiliados		
Fecha	cantidad	diferencia
marzo 2009	59.383	
marzo 2010	60.762	1.379
marzo 2011	61.863	1.101
marzo 2012	61.922	59
marzo 2013	59.563	(2.359)
diciembre 2013	59.602	39
enero 2014	59.526	(76)
febrero 2014	59.298	(228)
marzo 2014	60.199	901
abril 2014	59.394	(805)

Fuente: CARE en base información CG

Por todo lo expuesto, debe recordarse una vez más, que aun en el escenario más adverso, el Fondo de Garantía es suficiente para cubrir el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que componen dicho Fondo. En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas), el flujo de fondos establecido por la Ley cubriría anualmente las obligaciones garantizadas. Esto se visualiza en el Cuadro 7.

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

Cuadro 7: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronogramas de emisiones al 31/12/2013, expresadas en UI

Año	Ingresos		Egresos					TOTAL egresos eventuales	Saldo final FF Fondo Garantía IAMC
	FF Fondo Garantía IAMC	Aportes adicionales eventuales	CASMU D	CASMU II	NUEVO CASMU	CASA DE GALICIA	ASOC. ESPAÑOLA		
2014	192.000.000	108.499.636	11.099.636	12.150.000	41.150.000	14.000.000	30.100.000	108.499.636	192.000.000
	192.000.000	108.499.636	11.099.636	12.150.000	41.150.000	14.000.000	30.100.000	108.499.636	
2015		123.664.836	10.914.836	27.500.000	41.150.000	14.000.000	30.100.000	123.664.836	-
2016		127.484.593	10.734.593	27.500.000	41.150.000	18.000.000	30.100.000	127.484.593	-
2017		126.795.237	10.545.237	27.500.000	41.150.000	17.500.000	30.100.000	126.795.237	-
2018		126.310.437	10.360.437	27.500.000	41.150.000	17.200.000	30.100.000	126.310.437	-
2019		125.425.637	10.175.637	27.500.000	41.150.000	16.500.000	30.100.000	125.425.637	-
2020		124.543.368	9.993.368	27.500.000	41.150.000	15.800.000	30.100.000	124.543.368	-
2021		123.856.037	9.806.037	27.500.000	41.150.000	15.300.000	30.100.000	123.856.037	-
2022		123.071.237	9.621.237	27.500.000	41.150.000	14.700.000	30.100.000	123.071.237	-
2023		122.486.437	9.436.437	27.500.000	41.150.000	14.300.000	30.100.000	122.486.437	-
2024		121.602.144	9.252.144	27.500.000	41.150.000	13.600.000	30.100.000	121.602.144	-
2025		91.300.000		27.500.000	20.600.000	13.100.000	30.100.000	91.300.000	-
2026		69.200.000		27.500.000	-	11.600.000	30.100.000	69.200.000	-
2027		52.600.000		27.500.000	-		25.100.000	52.600.000	-

Fuente: RAFISA

**Riesgos considerados<sup>8</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 repago de los títulos no presenta riesgos, en la medida que la Institución siga en marcha o que, en una hipotética sucesión, la nueva asumiera ese compromiso. Sin embargo, en caso de incumplimiento del Plan de Reestructuración deberán aplicarse otros cambios persistentes en el tiempo para lograr resultados y flujos positivos. Los antecedentes no favorecen aún esta hipótesis.

**Riesgo de gerenciamiento.** Implica evaluar la capacidad de la Institución de gerenciar el proceso de cambios puesto en marcha. Sobre este aspecto existen algunas evidencias favorables aunque todavía no reflejadas en los resultados económicos de la institución.

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

<sup>8</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.

Transcurridos seis años desde el inicio de las modificaciones normativas más importantes del SNIS, y cuatro ejercicios de experiencia en los procesos de reestructura empresarial asistida con financiamiento público garantizado por el Estado de mutualistas de significación relevante y sustentabilidad económica comprometida, el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones ha incorporado algunas novedades. Como se ha venido reiterando en todas las calificaciones y revisiones realizadas desde 2010 a la fecha, ni las variaciones del entorno de la salud, ni las de la propia estabilidad y sustentabilidad de las empresas es determinante para evaluar la capacidad de repago de las deudas comprometidas en las diferentes emisiones dada la existencia de un mecanismo particularmente efectivo de garantías estatales y el blindaje jurídico constituido para hacerlas efectivas.

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

La información pública disponible para la evaluación de los resultados asistenciales y económicos del modelo de salud es escasa.<sup>9</sup>

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

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

### 2. 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 Salud (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.

---

<sup>9</sup> En particular, por su incidencia en la explicación de los déficit crecientes de las IAMC, del Fondo de Salud y los ajustes de política en discusión importa leer "Pago por cumplimiento de metas ¿una herramienta potente mal utilizada" Cinve-Estudio Rueda Abadi Pereira-2012

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>10</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

Ley N° 18131 Creación del Fondo Nacional de Salud

Ley N° 18161 Descentralización de ASSE

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.

### **3. La salud en cifras**

#### **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 Autonomos 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.

---

<sup>10</sup>Menos de 2 BPC

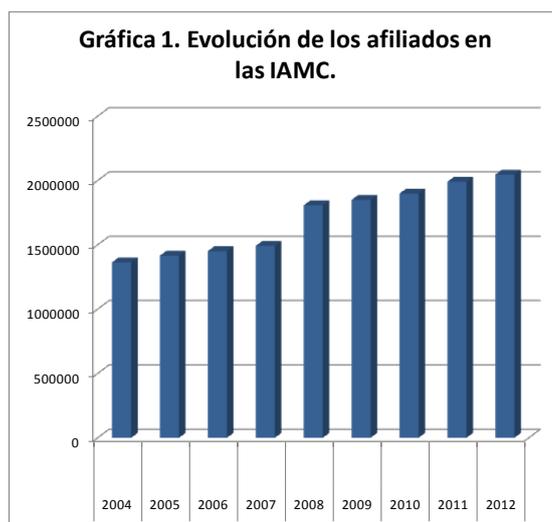
**Cuadro 8. Pob. urbana, por atención de la salud, según grandes áreas y grupos Poblac.**

Estruct. %	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

La cobertura del FONASA alcanza el 88% (ver Gráfica 1) de la población, una cifra aproximada de 2,3 millones de personas. Estas se distribuyen en un 82% a través de la IAMC y el 18 % restante a través de ASSE.

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



**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 que recaba el INE en la Encuesta Continua de Hogares. 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 9).

**Cuadro 9. Porct. personas con derecho de atención a servicios de salud**

IAMC	60,3
IAMC a través del FONASA	54,4
IAMC pago privado	5,9
ASSE	30,2
ASSE a través del FONASA	9,8
ASSE por bajos recursos	20,4

**Fuente:** CARE en base a INE ECH 2013.

**Cuadro 10. Distribución del Nº de afiliados FONASA**

Instituciones privadas Interior	776.641
Instituciones privadas Montevideo	1.134.143
ASSE	423.049
Total	2.333.833

**Fuente:** CARE en base a información del MSP.

En el interior del país existe una atomización de instituciones que corresponde con el número de departamentos. En la capital, 3 instituciones concentran el 54% del número de afiliados (ver Cuadro 11), estas son: Médica Uruguaya, la Española y el CASMU.

Cuadro 11. Nº de afiliados FONASA por institución

Institución	Nº afiliados FONASA 14	Institución	Nº afiliados FONASA 31-01-14
CASMU	176.073	COMEPA	52.582
MUCAM	283.198	SMQ Salto	51.686
ESPAÑOLA	156.863	AMEDRIN	8.319
CASA DE GALICIA	52.410	CAMEC	30.344
CIRCULO CATÓLICO	76.274	ORAMECO	10.245
SMI	119.130	CAMOC	19.228
CUDAM	53.444	CAMEDUR	26.836
GREMCA	35.552	AM San José	43.929
EVANGÉLICO	53.817	COMELFO	11.158
UNIVERSAL	63.983	GREMEDA	20.023
COSEM	63.399	CAMY	7.392
Subtotal IAMCMdeo	1.134.143	CAAMEPA	31.624
CRAMI	34.905	COMEF	28.392
COMECA	43.031	CRAME	37.789
AM MALDONADO	72.729	COMECEL	8.433
COMERO	34.118	COMERI	21.606
CASMER	30.218	COMETT	1.171
CAMS	42.032	Subtotal IAMC Interior	776.641
COMTA	32.325	<b>Total IAMC</b>	<b>1.910.784</b>
CAMCEL	31.167	ASSE	423.049
IAC	18.961	<b>TOTAL</b>	<b>2.333.833</b>
CAMDEL	26.398		

Fuente: MSP/FONASA

## Financiamiento

Las fuentes de financiamiento se pueden agrupar de la siguiente forma: impuestos y contribuciones, precios, 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.

#### 4. 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 12).

Cuadro 12. Gasto en Salud			
Año	Población	Gasto en Salud Millones de dólares	Gasto per capita (dólares)
2004	3.301.732	1.160	351
2005	3.305.723	1.426	431
2006	3.314.466	1.606	485
2007	3.323.906	1.864	561
2008	3.334.052	2.410	723
2009	3.344.938	2.715	812
2010	3.356.584	3.410	1.016
2011	3.368.595	4.160	1.235
2012	3.380.544	4.454	1.318

**Fuente:** CARE en base a información INE y MSP

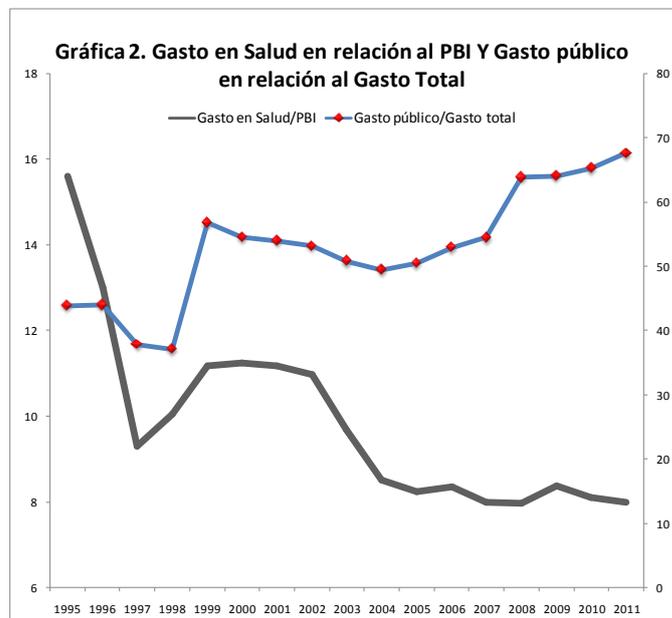
En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud parece encontrarse dentro de los parámetros normales de tendencia internacional (ver Cuadro 13).

**Cuadro 13. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI**

EEUU	15,2
SUIZA	10,7
ALEMANIA	10,5
CANADÁ	9,8
FRANCIA	11,2
ESPAÑA	9
URUGUAY	9
JAPÓN	8,3
CHILE	7,8
ARGENTINA	7,4
MÉXICO	5,9
COLOMBIA	5,9
PERÚ	4,5

**Fuente:** Estadísticas Sanitarias mundiales 2013

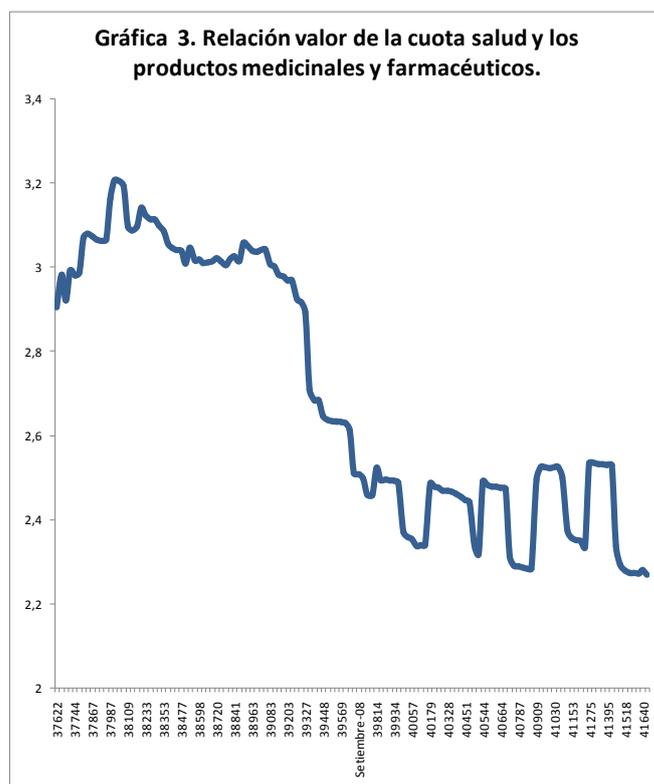
En lo que respecta a la evolución histórica reciente del gasto en salud en Uruguay, se observa que después de los altos valores de mediados de la década del 90, el gasto se mantuvo en valores del 8% en relación al PBI (ver Gráfica 2). Llama la atención cómo el gasto público ha aumentado su participación 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.



Fuente: CARE en base a información del MSP.

## Precios

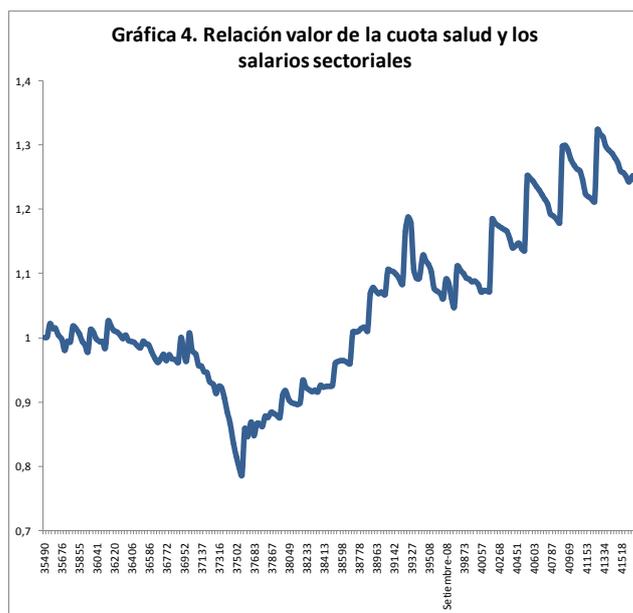
Los principales precios del Mercado de la Salud corresponden a los precios de los servicios, siendo la cuota "salud" el precio más relevante del Sistema<sup>11</sup>. Otro precio relevante es el del salario "sectorial" y el precio de medicamentos e insumos médicos. Estos tres precios son los que en tendencia, debería moverse de forma similar en el largo plazo. Salario 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.



**Fuente:** CARE en base a información del MSP

Se observa cómo los salarios han aumentado más que la cuota en el pasado reciente mientras que los insumos han disminuido su participación (Gráfica 3). 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.

<sup>11</sup> es un precio administrado por el PE que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.



**Fuente:** CARE en base a información del MSP

En sentido contrario al de los salarios, el precio de los productos medicinales y farmacéuticos han exhibido una disminución en términos de precio de la cuota salud (Gráfica 3). En la estructura de costos, los precios mencionados anteriormente son los segundos en importancia después de los salarios.

### Evolución de las fuentes de Financiamiento

En los capítulos anteriores se describió el gasto y los precios relativos más relevantes de la función de producción de servicios de salud. 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 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.

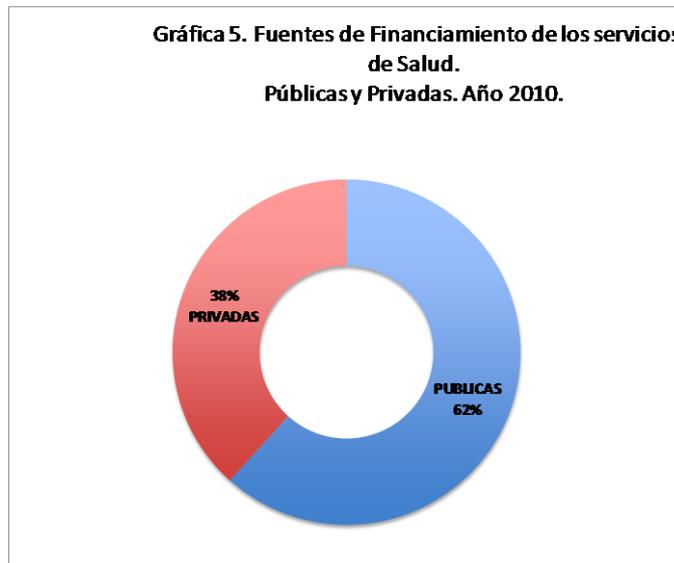
**Cuadro 14. Evolución de las fuentes de financiamiento del gasto en salud.**

Pesos constantes de 2008

<b>Gasto en salud con Financiamiento Público</b>	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
<b>Impuestos</b>	9629	10757	11743	11118	14.658	15.577
<b>precios</b>	866	840	857	588		
<b>seguridad social</b>	10545	11537	12258	18512	20.817,80	22.500,00
<b>Total público</b>	21.040	23.134	24.858	30.218	35.476	38.077
<b>Gasto en salud con Financiamiento Privado</b>						
<b>Hogares</b>	20138	20036	20278	17878	21.659,40	22.224,00
<b>Otros</b>	41	82	133	394	367	84
<b>Total privado</b>	20179	20118	20411	18272	22027	22308
<b>Gasto Total</b>	41.219	43.252	45.269	48.490	57.503	60.385

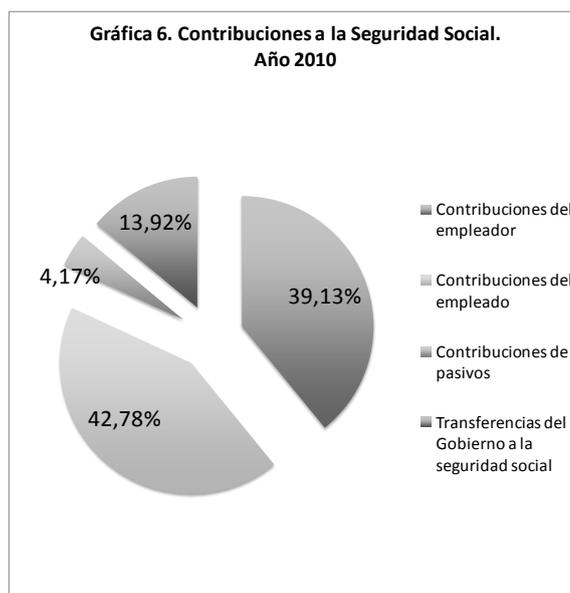
\* Cifras preliminares del MSP

Otro factor diferencial del sector salud post reforma fue la participación del sector público en la financiación de este. En 2010 la participación del sector público en la financiación se situaba en 62% (Ver Gráfica 5) mientras que 2005 era del 50%.



Fuente. MSP

Dentro del financiamiento del sector público para la realización de servicios de salud se destacan las contribuciones a la seguridad social, que participan 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% (ver Gráfica 6). Como contraste, en el año 2006 la contribución del empleado se situaba en 18,6% y la contribución del gobierno era del 26%.



Fuente. CARE en base a MSP

## 5. **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 el cual no debe dejarse de lado. 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) 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 dos indicadores. Un indicador de precios relativos (ingresos versus egresos) y un indicador del nivel de endeudamiento del sistema. Los mismos, se detallan a continuación:

**Riesgo Precios Relativos.** Este indicador no reviste grados de deterioro relevantes. Después de un deterioro 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. *Riesgo medio.*

**Riesgo de Endeudamiento:** no es posible inferirlo a través de las estadísticas del MSP. La metodología con la cual se recaba la información sobre el sector salud en Uruguay no permite estimar 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 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.

Resulta especialmente pertinente considerar para futuras calificaciones el endeudamiento bancario que tiene el sector<sup>12</sup>.

En conclusión, no es posible inferir que el sector de la salud esté atravesando una coyuntura desfavorable ni que evidencie signos de desajustes en las variables macro sectoriales mencionadas anteriormente. No obstante lo anterior, hay que hacer mención al atraso de la información sectorial y que las cifras de gastos y financiamiento reflejan una que no es la presente. *Riesgo medio.*

**Riesgo Político.** Sin perjuicio de lo anterior, hay que tener presente que el riesgo sectorial 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 analizada líneas arriba. Por lo tanto el riesgo de políticas públicas se vincula más bien a eventuales cambios en la Ley del

---

<sup>12</sup>Gestión ya avanzada por CARE Calificadora de Riesgos ante el BCU

Fondo de garantía IAMC (LEY18439), que no se visualiza como algo probable en el corto y mediano plazo. Incluso 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. *Riesgo mínimo.*

## 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>13</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>13</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.