

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

CARE Calificadora de Riesgo

Montevideo, noviembre de 2014

SUMARIO

	Página
RESUMEN GENERAL	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	13
SECCIÓN V. EL ENTORNO	21
SECCION VI.CALIFICACION DE RIESGO	33

RESUMEN

Noviembre 27 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.

Fiduciario: República Afisa

Entidad Registrante: BVM

Administración y pago: República Afisa

Vigencia de la calificación: hasta el 30/04/2015¹

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

Calificación de riesgo: A (uy)²

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.
- El plan de viabilidad fue 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.
- Como parte de la reestructura prevista en el llamado Plan de Reestructuración de Casa de Galicia 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 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, sigue ofreciendo, también en este periodo, dificultades. Por esa razón, CG contrató una consultoría de CPA Ferrere para elaborar un nuevo programa de reestructura que permita alcanzar el equilibrio económico.

¹ Art. 59.8 del Manual de Registro de Emisores y Valores de BEVSA

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

Dicho programa fue aprobado por la Comisión Directiva el 13 de noviembre de 2014.

Y que asimismo el flujo de fondos futuro proporcionado por la institución ya arroja resultados negativos. 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 analizó 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 y en la propia cultura institucional. De todos estos cambios, el más relevante, por tener efectos permanentes, es el logro de las metas de mejora de gestión aunque hasta el momento no se ha visto reflejado en resultados positivos ni aun en las proyecciones de corto plazo.

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 ³ del Fondo Nacional de Salud ⁴, 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. ⁵

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 es 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 ⁶.

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 realizó 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 ⁷, 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

³ El fideicomitente, en adelante CG

⁴ En adelante FONASA

⁵ 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.

⁶ Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

⁷ En adelante la Ley

necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy.

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, y por el Ing. Julio Preve. CARE contrató en ocasión de la calificación, el asesoramiento jurídico del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause: www.jimenezdearechaga.com.uy. La vigencia de la calificación por disposición de BEVSA es hasta el 30/4/2015.⁸

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. Supuso 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 previó 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. Esto aun no ha ocurrido.

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 (Cuadro 8).

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.

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

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).

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

En virtud de ese contrato de fideicomiso, CG cedió y transfirió 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 comprometió 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, aprobó toda la operativa propuesta.

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

De esta forma se puso 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

- Ha culminado el proceso de absorción de COMETT (institución de Treinta y Tres) que aportaría unos 1.000 afiliados que sigue sin ser autorizado por el MSP.
- En agosto de 2014 culminó el cobro por la sobre cuota inversión que permitió culminar las obras en la Policlínica del Cerro; mientras que está en proceso las obras programadas para el Sanatorio, en cambio se suspendieron las obras en la Policlínica del Centro.
- Vuelve a caer el número de afiliados que en octubre de 2014 se sitúa en 58.674, el nivel más bajo de la serie analizada (marzo de 2009 a la fecha)(Cuadro 7)
- La institución informa que no hay nueva encuesta de satisfacción.

- CG contrató una consultoría de CPA Ferrere para elaborar un nuevo programa de reestructura que permita alcanzar el equilibrio económico. Este programa fue aprobado por las autoridades de la institución el pasado 11 de noviembre.

Al 30 de junio de 2014 según se informa en los EE.CC intermedios el Fideicomiso recibió por concepto de cesiones de cuotas FONASA de los créditos pertenecientes a la institución, la cantidad de UI 107.358.610 de los UI 108.050.000 que correspondía; la diferencia de UI 691.390 (equivalente a \$ 1.889.846) fue aportada al Fideicomiso directamente por CG. En anteriores oportunidades también había ocurrido algo similar. En este caso, el complemento a cargo de CG representó menos de 0.1% de los ingresos operativos del ejercicio.

Por su parte el Fideicomiso pagó en el primer semestre de 2014, UI 7.022.877 de los cuales UI 3.750.000 fue por concepto de amortización de capital y los restantes UI 3.272.877 por concepto de intereses.

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 el equivalente a UI 99.569.138 quedando un remanente por devolver por lo que resta de 2014 de UI 84.352.590. Se concluye entonces que el Fideicomiso viene cumpliendo sin inconvenientes con sus obligaciones.

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 sus sucesivas actualizaciones.
- EE.CC intermedio del Fideicomiso al 30/06/2014 con informe de revisión limitada
- EE.CC proyectado de Casa de Galicia al 30/09/2014
- Información sobre cumplimiento de las tres metas asistenciales mediante según resoluciones de la JUNASA para el trimestre enero a marzo de 2014 y en el caso de la meta 3 también para el trimestre abril a junio de los corrientes; en el caso de la Meta 4, se da cuenta de cumplimiento parcial por el semestre enero a junio de 2014.
- 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.
- Cuadro de contingencias máximas elaborado por CARE
- Proyección de resultados al 30/9/2017

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 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 venció 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 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 dado también el tiempo transcurrido (Puede consultarse el informe jurídico original en www.care.com.uy).

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

SECCIÓN III. LA FIDUCIARIA

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 intermedios por el período de 6 meses, con cierre al 30/6/2014 e informe de revisión limitada independiente (Deloitte) posee un patrimonio al 30 de junio de 2014 de \$ 404.720.774. Esto supone un incremento de 7.5% respecto al que tenía al 31/12/2013. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 4.79. Los ingresos por servicios vendidos en el semestre en cuestión fueron de \$ 119.202.106 lo que representa \$ 1.888.075 más que en el mismo período del año anterior; asimismo, representan el 54% del total de ingresos obtenidos en el año 2013 por lo que todo indica que el corriente ejercicio habrá de superar la facturación del anterior. Los resultados parciales operativos representan el 22.5% de los ingresos totales mientras que los resultados finales son del 32.27% en relación a los ingresos, esto es por la obtención de importantes ganancias financieras. Estos resultados parciales así medidos suponen un leve descenso respecto al período anterior explicado en parte por un importante incremento del rubro remuneraciones y cargas sociales (más del 20%) y por la creación de una previsión denominada carrera funcional y retiro por casi \$ 7.000.000.

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

En cuanto a su idoneidad y experiencia para esta tarea, se destaca que, de acuerdo a las notas a los EE.CC intermedios citados, RAFISA administraba al 30/6/2014, 40 fideicomisos y un fondo de inversión y, como hecho posterior al cierre del semestre, se informa que en el mes de agosto se incorporó un nuevo fideicomiso. Es importante mencionar, además, la variedad de los mismos, así se informa que de los 40 fideicomisos, 14 son por recuperación de carteras; 13 son con intendencias municipales para financiación de proyectos; 5 con instituciones de asistencia médica colectiva; 2 para construcción de parques eólicos entre otros. En consecuencia, sigue aumentando y diversificando su cartera de clientes ya que a diciembre de 2013 se daba cuenta de la administración de 35 fideicomisos 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 Fideicomiso

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

Al 30 de junio de 2014, 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 que surge del cumplimiento del artículo 4.6 del contrato de constitución del Fideicomiso Financiero y cuyo desembolso debe hacerse en lo que resta de 2014.

Cuadro 1: Cronograma ingresos por cesiones FONASA y compromisos a desembolsar					
Miles UI anuales	Ingresos FONASA	Amortización	Intereses	Devolución CG	Saldo acumul.
2013					17.242
2014	92.900	3.750	3.190	84.353	18.850
2015	16.800	7.500	6.132		22.017
2016	20.400	12.273	5.705		24.439
2017	20.400	12.273	5.164		27.403
2018	20.400	12.273	4.623		30.907
2019	20.400	12.273	4.082		34.953
2020	20.400	12.273	3.540		39.540
2021	16.800	12.273	2.999		41.068
2022	16.800	12.273	2.458		43.137
2023	16.800	12.273	1.917		45.748
2024	16.800	12.273	1.376		48.900
2025	16.800	12.273	834		52.593
2026	16.800	12.273	293		56.827
Total	312.500	146.253	42.313		
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 30/06/2014					

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.

La Institución

El juicio que a continuación se expone, valora la capacidad de la CG 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.

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 primer trimestre de 2014 y en el caso de la meta 3, también para el segundo trimestre del corriente año. En cuanto a la meta 4 (proceso de implementación de cargos de Alta Dedicación para distintas especialidades médicas) la JUNASA da cuenta de cumplimiento parcial por el primer semestre de 2014. 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.

Sin embargo, a la luz de los resultados económicos de la institución, hasta el momento no parecen estar dando los resultados esperados.

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 el Cuadro 2 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. En el caso de 2014 se trata de una proyección de resultados proporcionada por CG ya que el balance aún no estaba cerrado. En el Cuadro 3, se relacionan las distintas partidas del Estado de Resultados con los Ingresos Operativos.

Cuadro 2: Estado de Resultados resumidos al 30 de setiembre de cada año			
(miles de \$ históricos)	2014	2013	2012
Ingresos Operativos	1.907.347	1.742.891	1.532.553
Costo de Bienes y Servicios	(1.875.356)	(1.725.357)	(1.510.348)
Resultado Bruto	31.991	17.534	22.205
Gastos de Administración y Ventas	(137.258)	(144.098)	(109.863)
Resultado Operativo	(105.267)	(126.564)	(87.658)
Resultados Financieros	(89.650)	(65.500)	(49.458)
Resultados Extraordinarios	47.288	329.426	17.193
Resultados Diversos	(26.241)		(5.832)
Resultado del Ejercicio	(173.870)	137.362	(125.755)

Fuente: CARE en base EE.CC de CG

Cuadro 3: Estados de Resultados expresados en % de ingresos operativos			
Concepto	2014	2013	2012
Ingresos Operativos	100%	100%	100%
Costo de Bienes y Servicios	-98,32%	-98,99%	-98,55%
Resultado Bruto	1,68%	1,45%	1,01%
Gastos de Administración y Ventas	-7,20%	-8,27%	-7,17%
Resultado Operativo	-5,52%	-7,26%	-5,72%
Resultado del Ejercicio	-9,12%	7,88%	-8,21%

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 2014 no varía la tendencia de ejercicios anteriores aunque la pérdida operativa (proyectada) es relativamente menor a la del ejercicio anterior. Esto sugiere que los esfuerzos concretados en la operación financiera de creación de este fideicomiso no han dado los resultados esperados.
- El Resultado del Ejercicio proyectado a setiembre de 2014 arroja una pérdida equivalente al 9.12% de los ingresos operativos, explicado en buena medida por un fuerte incremento de los costos financieros.
- Igualmente es resaltable la mejora de los Resultados Brutos y Operativos respecto al ejercicio anterior, en particular se destaca la disminución de los Gastos de Administración y Ventas (casi un 5% en \$ corrientes) habiendo

subido los Ingresos Operativos en algo más de 9%. Esto refleja el resultado de ciertas medidas de restricción del gasto implementadas.

- Los resultados negativos conducen inevitablemente a incrementar el endeudamiento y reducir el Patrimonio.

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

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. Sin embargo, el ejercicio cerrado en 2014, aunque con resultados proyectados y en consecuencia no definitivos, vuelve a mostrar un incremento del pasivo y un patrimonio negativo consecuencia de un importante resultado del ejercicio deficitario.

Cuadro 4: Principales partidas del Estado de Situación			
En miles de \$ históricos a fin de cada ejercicio			
Concepto	2014	2013	2012
Activo corriente	474.734	367.000	183.987
Activo no corriente	784.819	814.761	874.306
Total activo	1.259.553	1.181.761	1.058.293
Pasivo corriente	764.817	549.951	592.972
Pasivo no corriente	619.064	587.425	555.043
Total pasivo	1.383.881	1.137.376	1.148.015
Patrimonio	(124.328)	44.385	(89.722)
Total Pasivo y Patrimonio	1.259.553	1.181.761	1.058.293
Razon corriente	0,62	0,67	0,31
Relacion pasivo/ingresos mes	8,71	7,83	8,99
Relacion pasivo/activo	1,10	0,96	1,08
Nota: Las partidas del ejercicio 2014 fueron proyectadas por CG			
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, ya sea bajo la actual forma jurídica u otra transformación. No obstante y a modo ilustrativo se incluyen 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: 0.62; 0.67 y 0.31 tal como puede observarse en el Cuadro 4. Estos ratios no indican una buena posición de liquidez. De todas formas, es de destacar que los compromisos asumidos por CG para cancelar estos títulos representan un monto del orden del 2.5% de sus ingresos operativos.

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. Esta operación no parece haber dado 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 económicos financieros. No obstante este análisis tiene menor ponderación en la calificación, porque en la medida que la empresa continúe en marcha, la cesión de ingresos, tal como ha sido estructurada, y la garantía del Estado, prevalecen en el análisis de riesgo sobre la propia consideración de la razonabilidad de los flujos proyectados. Por otra parte, se trata de una proyección que hace la Institución introduciendo los cambios que considera relevantes.

En tal sentido, si se comparan las proyecciones realizadas para el ejercicio 2014 con los resultados obtenidos (aunque como se ha dicho no son definitivos) se observa un desvío relativamente importante que habrá que corroborar con el cierre definitivo del ejercicio.

Nuevas proyecciones

En esta oportunidad la institución vuelve a presentar una proyección del flujo de fondos, en este caso hasta el 30 de setiembre de 2017 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. En este caso, se hicieron bajo los siguientes supuestos:

- Los precios se incrementan a un ritmo del 0.6% mensual. La evolución de la Unidad Indexada y del Dólar está alineada con la evolución de los precios
- El nivel de desempleo se mantiene estable, razón por la cual no se producen bajas excepcionales en el nivel de afiliados Fonasa.
- Los Ingresos pre pagos se actualizan por cuota. El último aumento incorporado en la proyección de ingresos fue del 8,9% desde el 01/07/2014. El próximo aumento de cuota se estima que será del orden de 8% desde el 01/07/2015. Se incorpora aumento por jubilados fonasa de 1,7 MM por mes desde julio 2014.

- Remuneraciones. No hay ajuste de cantidad, se ajustan solo por variación de salarios. Los valores considerados al presente incluyen la variación de remuneraciones SMU/SAQ (10.09%) y las FUS (10.91%) que rigen desde el 01/07/14. El aumento que entrará a regir el 01/07/2015 se estima que será para SMU/SAQ del 8% y para FUS del 8.8%.
- Los distintos rubros de costos se ajustan de acuerdo a la evolución del IPC y/o la cuota de acuerdo a la naturaleza del mismo.
- A partir del mes de octubre del año 2014 se reducen los costos de funcionamiento en 1.3 MM fruto de la reducción de costos de seguridad, publicidad, y contratos vinculados al concurso civil.
- Se asumen constantes la mayoría de rubros de capital de trabajo. (deudores por venta, proveedores, bienes de cambio).
- Fideicomiso Financiero. La variación del endeudamiento surge de los pagos previstos.
- Deudas diversas de largo plazo y deudas financieras: Algunas de ellas se supone que se renuevan de modo permanente mientras que en el caso de otras, para las cuales hay un calendario de pago pautado (UTE, IMM, proveedores de bienes de uso, etc.) se pagan de acuerdo a los plazos comprometidos.

Cuadro 5: Flujo de Fondos Proyectados al 30 set. de cada año			
(millones \$ corrientes)	2015	2016	2017
Saldo Inicial	1,90		
Ingresos Operativos	2.031,70	2.234,30	2.449,90
Egresos Operativos	(2.080,40)	(2.274,20)	(2.466,50)
Flujo Operativo Neto	(48,80)	(39,90)	(16,50)
Flujos Financieros y otros	(98,10)	(124,80)	(186,80)
Flujos Netos del período	(146,90)	(164,80)	(203,20)
Saldo Final acumulado	(145,00)	(309,80)	(513,00)

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. Si bien no se trata de resultados económicos sino de proyecciones del flujo de fondos, incluso ya a nivel operativo aparecen flujos negativos crecientes que se mantienen por todo el período proyectado y que la institución deberá financiar de alguna manera. Los supuestos que sustentan estos resultados lucen razonables y son difíciles de controvertir. Pero debe tenerse presente que uno de los aspectos más sensibles como lo es el número de afiliados viene registrando una tendencia decreciente desde hace ya un tiempo y que la institución no logra revertir (Ver Cuadro 6). Por otra parte, los resultados del ejercicio 2014 contrastados con la proyección pasada han evidenciado desvíos importantes.

Ante este panorama, CG contrató a la consultora CPA Ferrere en mayo de 2014 para que analice la viabilidad de la institución así como para proponer un programa de reestructura que logre los equilibrios hasta ahora no encontrados. Dicho programa fue presentado y aprobado por la institución el 13/11/2014. Esto demuestra que sus autoridades son conscientes que deben seguir ajustando la gestión como forma de equilibrar la situación. A tales efectos se ha contratado un gerente de proyectos para la implementación de este programa.⁹

Así las cosas carece de sentido sensibilizar una proyección que parte de la base de obtener resultados negativos. Sí es importante que CG prevea cómo habrá de financiar el

⁹ Las medidas que están analizando implementar representarían economías del orden de los \$ 24 millones mensuales

déficit proyectado; en tal sentido se informa que se está elaborando una solución basada en la cesión de cuotas FONASA.

Como se comentaba líneas el número de afiliados vuelve a caer para situarse en el nivel más bajo de la serie analizada (Ver Cuadro 6). Esto dificulta el supuesto implícito en las proyecciones en el sentido que se estabilizaría la cantidad de afiliados.

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)
octubre 2014	58.674	(720)

Fuente: CARE en base información CG

Fondo de Garantía

Por todo lo expuesto, debe recordarse una vez más, que aun en el escenario más adverso, el Fondo de Garantía IAMC 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 8.

El cuadro fue elaborado por CARE en base a la información que surge de los EE.CC de cada fideicomiso (excepto el denominado Casmu D cuya información fue proporcionada por RAFISA). 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 128.000.000. CARE simuló un escenario para los próximos cinco años en función de las obligaciones de cada uno de los fideicomisos garantidos por el Fondo.

Cuadro 7: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (en miles de UI)					
Fideicomiso	2015	2016	2017	2018	2019
Asociación Española	30.092	30.092	30.092	30.092	30.092
Nuevo Casmu	41.132	41.132	41.132	41.132	41.132
Casmu II, Serie 1	27.471	27.471	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.915	10.735	10.545	10.360	10.176
Casa de Galicia	13.632	17.978	17.437	16.896	16.355
Totales	123.242	127.408	126.677	125.951	125.226

Fuente: CARE en base EE.CC de los Fideicomisos

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantidos cumpliera con su cuota a lo largo de cada uno de los cinco años considerados, 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 2016, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 127.408, inferior al tope de reposición legal que es de miles de UI 128.000, sin contar, además, que el Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000. Hasta el momento, no ha sido necesario acudir a esta garantía.

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 es la garantía del Estado la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante, CARE realizará algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud.

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, la existencia 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 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.¹⁰

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 frecuentes ajustes.

1. *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)

¹⁰ 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

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 se integra de aportes patronales del 5% sobre las retribuciones y en el caso de los trabajadores de 3% para quienes perciben menos ingresos¹¹, 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

Ley Nº 18211 Creación del SNIS

Ley Nº 18335 Ley de Derecho de los Usuarios

Ley Nº 18439 Creación del Fondo de Garantía IAMC

Ley Nº 18731 Cronograma de ingreso de pasivos a FONASA

Ley Nº 18922 Precisiones respecto a los contenidos de la Ley 18731 y facultades del FONASA.

Decreto Nº 292/012 y Decretos Nº 190/014 y Decreto del 2 de setiembre. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.

2. 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 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.

¹¹Menos de 2 BPC

Cuadro 8 Población urbana, por atención de la salud, según grandes áreas y grupos

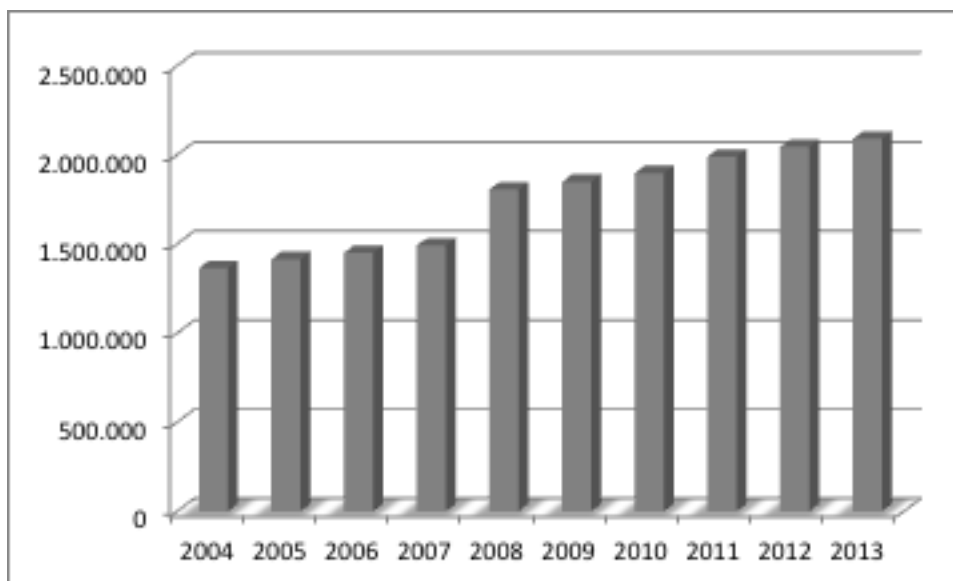
	Total	Sin asistencia	MSP	Mutualista	Otro
Total	100	2,6	31,6	58,4	7,4
Menores de 14 años	100	0,9	36	56,3	6,7
Inactivos	100	2,2	39,1	50,1	8,8
Ocupados	100	3	24	66	7
Desocupados	100	12,1	52,5	27,9	7,6
Montevideo	100	2,7	19,9	67,2	10,1
Menores de 14 años	100	0,8	25,8	62,9	10,5
Inactivos	100	2,3	24,7	61,9	11,1
Ocupados	100	2,8	14,2	73,4	9,6
Desocupados	100	13,8	38,9	38	9,3
Interior	100	2,6	39,3	52,5	5,6
Menores de 14 años	100	1	41,5	52,8	4,7
Inactivos	100	2,1	48,2	42,7	7
Ocupados	100	3,1	31,4	60,4	5,1
Desocupados	100	10,8	63,2	19,9	6,2

Fuente CARE en base a INE y MSP

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.

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 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. Porcentaje de 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 información de la ECH 2013	

Cuadro 10. Distribución del N° 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. N° de afiliados FONASA	
Institución	N° afiliados 31-01-14
CASMU	176.073
MUCAM	283.198
ESPAÑOLA	156.863
CASA DE GALICIA	52.410
CIRCULO CATÓLICO	76.274
SMI	119.130
CUDAM	53.444
GREMCA	35.552
EVANGÉLICO	53.817
UNIVERSAL	63.983
COSEM	63.399
Subtotal	1.134.143
IAMC Mdeo	
Subtotal IAMC Interior	776.641
Total IAMC	1.910.784
ASSE	423.049
TOTAL	2.333.833
Fuente JUNASA	

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.

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.

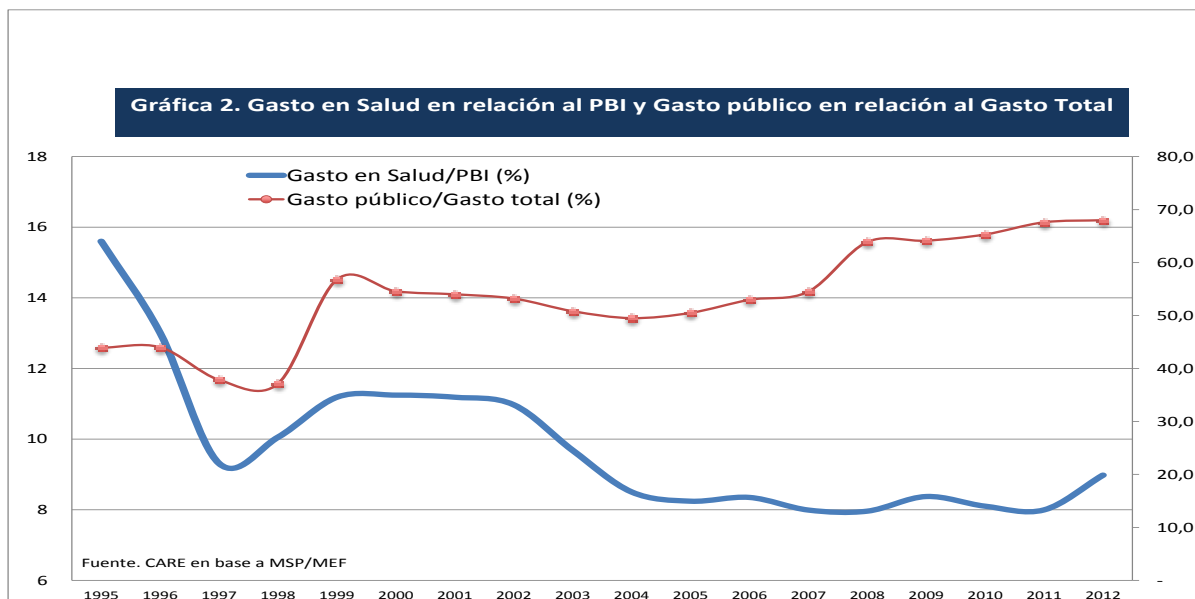
Gasto en salud

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				Cuadro 13. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI en %	
Año	Población	Gasto en Salud (Mills. U\$S)	Gasto per capita (dólares)		
2004	3.301.732	1160	351	EEUU	15
2005	3.305.723	1426	431	SUIZA	11
2006	3.314.466	1606	485	ALEMANIA	11
2007	3.323.906	1864	561	CANADÁ	10
2008	3.334.052	2410	723	FRANCIA	11
2009	3.344.938	2715	812	ESPAÑA	9
2010	3.356.584	3410	1.016	URUGUAY	9
2011	3.368.595	4160	1.235	JAPÓN	8
2012	3.380.544	4454	1.318	CHILE	8
Fuente: CARE en base a información INE y MSP.				ARGENTINA	7
				MÉXICO	6
				COLOMBIA	6
				PERÚ	5
				Fte. Estad. Sanits, mundiales 2	

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).

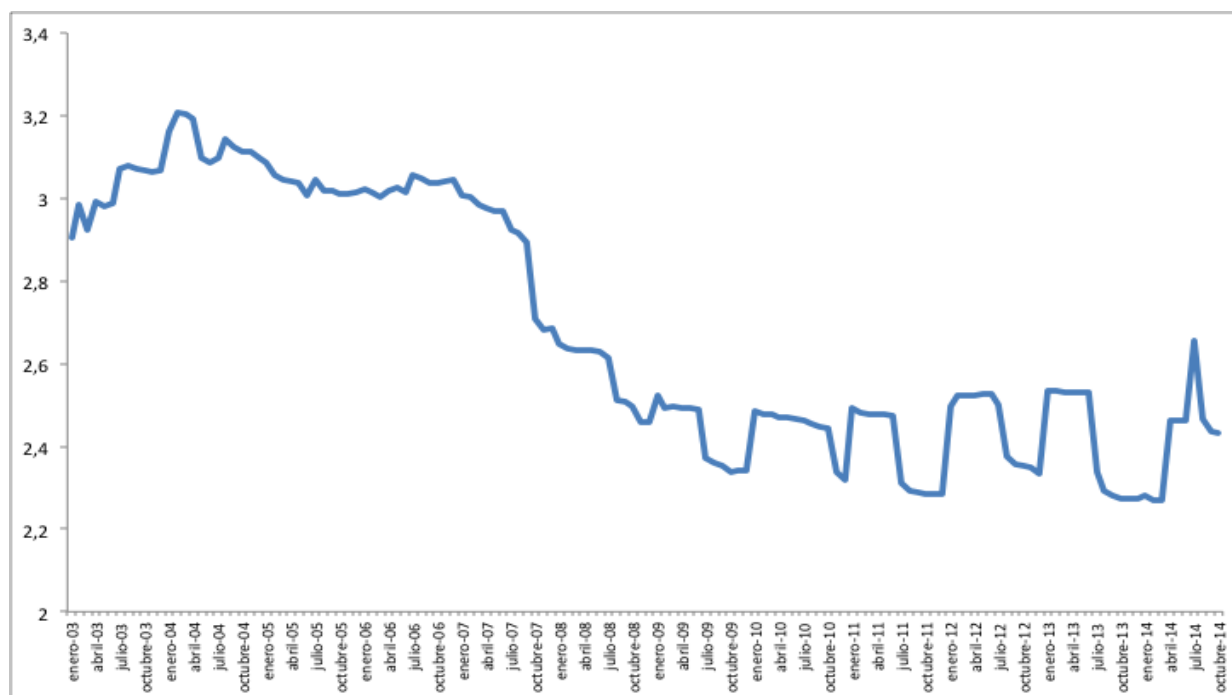
En lo que respecta a la evolución histórica reciente del gasto en salud en Uruguay, se observa que después de los altos valores de mediados de la década del 90, el gasto se mantuvo en valores del 8% en relación al PBI (ver Gráfica 2). Llama la atención cómo el gasto público ha aumentado su participación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



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 Sistema¹². 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.

Gráfica 3. Relación valor de la cuota salud y los salarios sectoriales (Cuota/Salario).

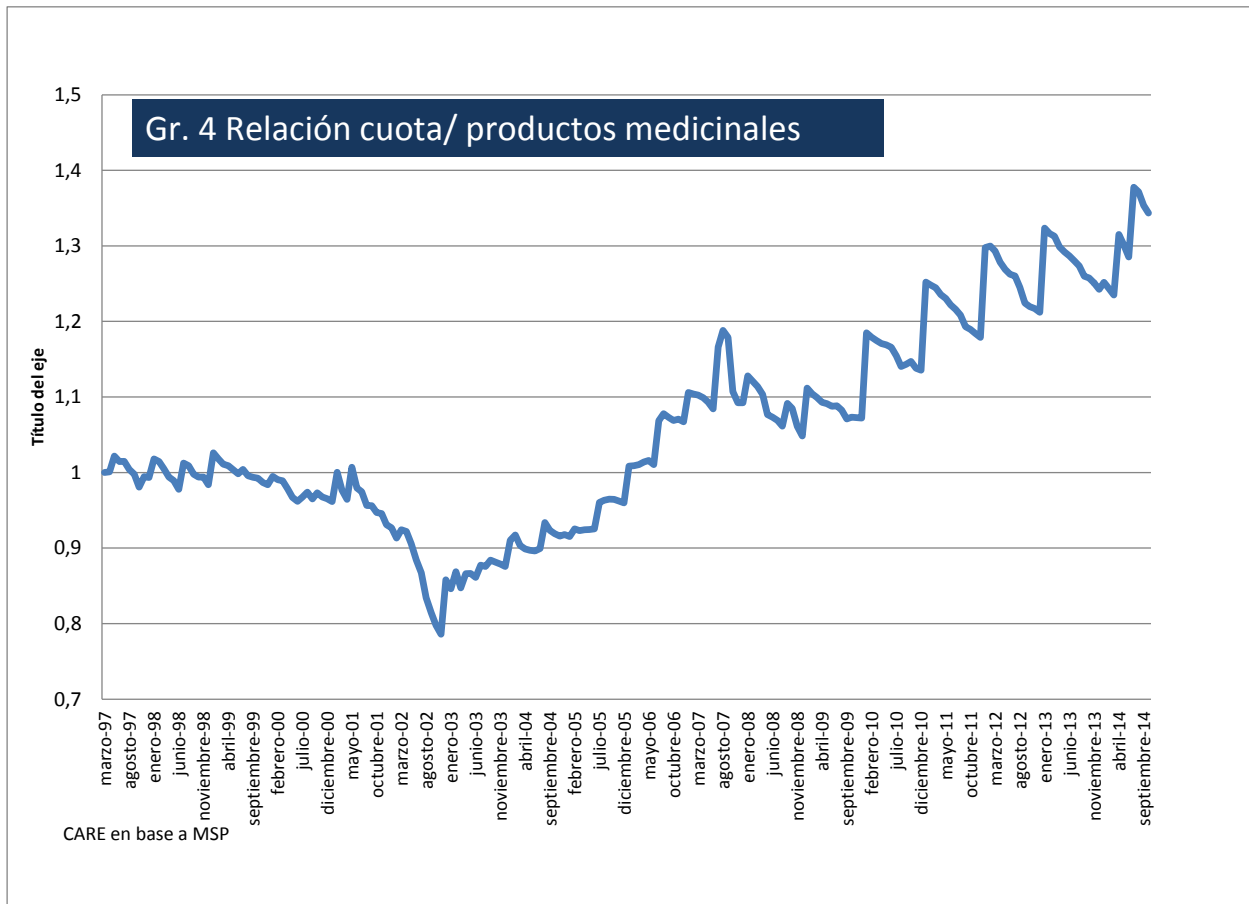


Fuente: CARE en base a información del MSP

Se observa cómo los salarios aumentaron más que la cuota en el pasado reciente, estabilizándose a partir del 2009 (Gráfica 3) mientras que los insumos han disminuido su participación (Gráfica 4). 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.

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 4). En la estructura de costos, los precios mencionados anteriormente son los segundos en importancia después del los salarios.

¹² es un precio administrado por el PE que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.



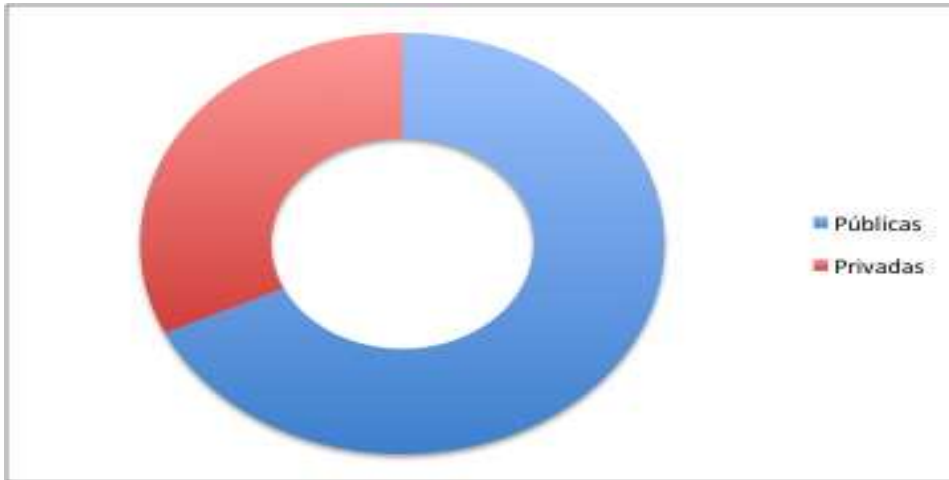
Evolución de las fuentes de Financiamiento

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.

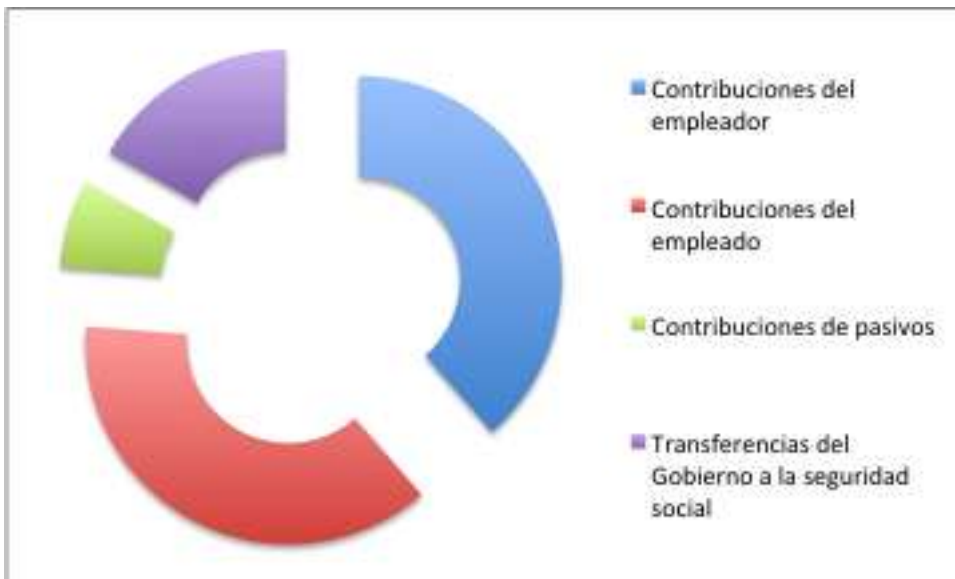
Otro factor diferencial del sector salud post reforma fue la participación del sector público en la financiación de este. En 2012 la participación del sector público en la financiación se situaba en 62% (Ver Gráfica 5) mientras que 2005 era del 50%.

Gráfica 5. Fuentes de Financiamiento de los servicios de Salud. Públicas y Privadas. Año 2012.



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% (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%.

Gráfica 6. Contribuciones a la Seguridad Social. Año 2012.



Fuente: elaborado por CARE en base al MSP.

3. *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.

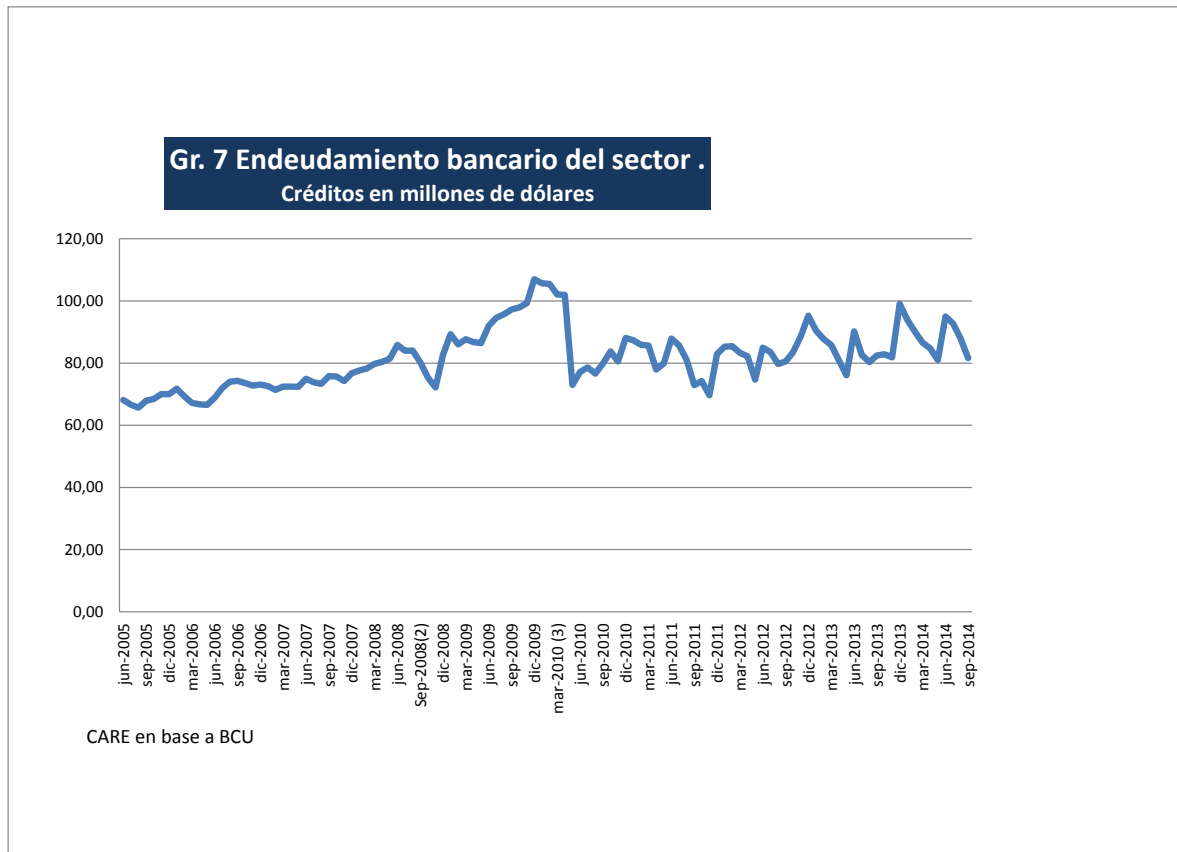
En este sentido, es importante analizar el resultado económico del mismo y ver en qué medida es autosustentable o necesita de partidas presupuestales del Estado.

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 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. *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.

Según se detalló en la anterior actualización, resulta especialmente pertinente considerar para futuras calificaciones 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 financiero. El mismo se encuentra estable según se describe en la gráfica 2.



En conclusión, no es posible inferir que el sector de la salud éste 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 que desfavorece el correcto seguimiento de la calificadora. *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 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.uy¹³ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación


Ing. Julio Preve


Cr. Martín Durán Martínez



¹³ 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.