

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

**CARE Calificadora de Riesgo**

**Montevideo, noviembre de 2014**

---

	Página
RESUMEN GENERAL	2
SECCIÓN I INTRODUCCIÓN	4
SECCIÓN II LOS TÍTULOS DE DEUDA	8
SECCIÓN III LA EMPRESA ADMINISTRADORA. EL FIDUCIARIO	11
SECCIÓN IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS	13
SECCIÓN V EL ENTORNO	21
SECCIÓN VI CALIFICACIÓN DE RIESGO	32

---

## RESUMEN GENERAL

ACTUALIZACIÓN DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LA OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS POR EL FF ASOCIACION ESPAÑOLA  
 Noviembre 28 de 2014

FIDEICOMISO FINANCIERO ASOCIACION ESPAÑOLA

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

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

Emisor: República AFISA

Fideicomitente: Asociación Española

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

Pago mensual de intereses desde la emisión, el 11/11/2011 hasta el vencimiento del período de gracia, el 1/10/2012 por UI 1.210.000.

Tasa: 4.4% lineal en UI

Garantía: Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

Fiduciario: República AFISA

Entidad Registrante: Nuevo Banco Comercial.

Entidad Representante: BEVSA.

Administración y pago por Agente de Pago: Nuevo Banco Comercial.

Vigencia de la calificación: hasta el 30/04/2015<sup>2</sup>

Comité de Calificación: Julio Preve y Martín Durán Martínez

Calificación de riesgo: A.uy

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

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

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

<sup>2</sup> Art. 59.8 del Manual de Registro de Emisores y Valores de BEVSA

- 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, según se analizó en el Informe Jurídico oportunamente emitido y dado el tiempo transcurrido desde su vigencia; junto a la conformidad con todas las disposiciones en vigencia; la principal fortaleza del repago de los títulos, que hace que puedan alcanzar el grado inversor, se subraya que estriba en la fortaleza de la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y otros de análoga naturaleza), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida.
- El desempeño futuro de la institución, para adquirir una situación confortable y mantenerse alejada de utilizar las garantías, se vincula a cambios en toda la gestión, en la propia cultura institucional, y en el aumento de los ingresos a través de dos vías. Ellas son: el incremento absoluto o al menos la estabilización del número de afiliados y la progresiva incorporación de pasivos hoy asociados al régimen general del Seguro Nacional Integrado de Salud. Esto último comenzó a hacerse efectivo a partir del mes de julio de 2012 de acuerdo al cronograma previsto en la Ley N°. 18.731 y su complementaria N°. 18.922 promulgada por el Poder Ejecutivo en el mismo mes de julio. Al mismo tiempo se esperaba también que la obtención de fondos frescos ayudara a la composición de una diferente estructura del pasivo por cancelación de pasivos comerciales de corto plazo por pasivos financieros de largo plazo a la vez de dotar a la institución de mayor liquidez. De alguna forma esto ha estado ocurriendo pero no ha sido suficiente aún para revertir una gestión deficitaria.
- El cierre preliminar del ejercicio a setiembre de 2014, sigue mostrando una situación negativa. No obstante lo cual, los resultados muestran una sensible mejora respecto al ejercicio anterior y aún respecto a lo proyectado en ocasión de la anterior actualización lo que, de confirmarse, estaría revelando que los cambios introducidos por la administración están siendo positivos.

## SECCIÓN I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de los títulos de deuda emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión S.A.<sup>3</sup> por UI 330.000.000 (unidades indexadas trescientos treinta millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por la Asociación Española<sup>4</sup> del Fondo Nacional de Salud<sup>5</sup>, con vencimiento el 1ero. de octubre de 2027, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso considerado al momento de realizarse la calificación en agosto del año 2011. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

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

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, más concretamente la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta o un interés según corresponda.<sup>7</sup>

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 330.000.000 UI, amortizables, luego del período de gracia, mensualmente durante 15 años. El interés es 4.4% lineal anual en UI. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión hasta el 5 de octubre de 2012 durante el cual el fideicomiso realizó solamente el pago de los intereses generados por los Títulos de Deuda. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439<sup>8</sup>, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía. La emisión tuvo lugar el 11 de noviembre de 2011.

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

---

<sup>3</sup> el fiduciario, en adelante RAFISA

<sup>4</sup> el fideicomitente, en adelante AE

<sup>5</sup> en adelante FONASA

<sup>6</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>7</sup> ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas ..." Punto 3

<sup>8</sup> en adelante la Ley

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 original, el asesoramiento jurídico del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause: [www.jimenezdearechaga.com.uy](http://www.jimenezdearechaga.com.uy). La vigencia de esta actualización se extiende hasta el mes de abril de 2015, según disposiciones de la entidad representante.<sup>9</sup>

## **2. Antecedentes**

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

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

Por Resolución No. 482 de fecha 24 de junio de 2011 el MEF y el MSP (actuando en ejercicio de atribuciones delegadas del Poder Ejecutivo) aprobaron el Plan de Viabilidad de La AE, expresando asimismo en el considerando III de dicha resolución que "...la Institución presenta una situación económica y financiera adecuada en el horizonte de proyección."

Se dio cumplimiento así a lo establecido en los artículos 5 y 6 del Decreto 792/008 de 26 de diciembre de 2008, reglamentario de la precitada ley.

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

---

<sup>9</sup> La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

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

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

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

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

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

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

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

### **3. Objeto de la calificación, información analizada, 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 analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- Informe CARE de calificación (agosto de 2011) y sus sucesivas actualizaciones
- Evolución del número de afiliados.
- Resoluciones de JUNASA dando cuenta del cumplimiento total de metas 1,2 y 3 por el trimestre abril, mayo y junio de 2014.
- Cierre preliminar, sin auditar, del ejercicio de la AE a setiembre 2014
- EE.RR y flujos proyectados de la AE hasta setiembre de 2018 (incluye supuestos)
- Informe de Gestión de la AE a setiembre de 2014
- EE.CC del Fideicomiso y de la Fiduciaria al 30/06/2014 con informes de revisión limitada independientes.
- Informe de avance del plan de inversiones
- Entrevista con la gerencia de la AE

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

- AE sigue cumpliendo con las metas asistenciales planteadas por la JUNASA, en este caso se informa sobre el cumplimiento de las tres metas para el segundo trimestre de 2014.
- El Fideicomiso se encuentra al día con los pagos de amortización e intereses y recibe regularmente, según lo previsto, las cesiones del FONASA.
- El 16 de mayo de los corrientes el MSP aprueba el proyecto de inversión presentado por AE. En junio de 2014 comenzó la construcción de la emergencia y se prevé culminarla en mayo de 2015. Luego se continua con la construcción de las otras dos obras, CTI y block quirúrgico.
  
- La institución presenta un nuevo “Informe de Gestión” del que se destaca:
  - ✓ Como resultado de las nuevas medidas implementadas, en los primeros 9 meses del corriente año se alcanzó un ahorro de \$ 30.8 millones lo que representa un 62% del ahorro objetivo.
  - ✓ Se mantiene la estructura de socios por sexo en una cantidad estable continuando el proceso de ingreso al FONASA de los mismos. En relación al cierre de cada uno de los tres últimos ejercicios, la cantidad de afiliados era de: 187.193 (2011/2012); 187.087 (2012/2013) y 187.512 (2013/2014). (Ver Cuadro 8)
  - ✓ Siguen mejorando, en general los ratios por afiliados, en particular los que refieren a resultados por afiliados, ya sea operativos o finales.

## SECCIÓN II. LOS TÍTULOS DE DEUDA

### 1. Descripción general

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

Denominación:	FIDEICOMISO FINANCIERO ASOCIACION ESPAÑOLA
Fideicomitente:	Asociación Española Primera de Socorros Mutuos
Fiduciario:	Republica Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Agente de Pago:	Nuevo Banco Comercial S.A.
Entidad Registrante:	Nuevo Banco Comercial S.A.
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Títulos emitidos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Activos del fideicomiso:	Créditos contra el Fondo Nacional de Salud o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso Financiero, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del Sistema Nacional de Salud en el marco de la Ley N° 18.211.
Garantía:	Los Títulos de Deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC constituido por contrato de fideicomiso celebrado entre el Ministerio de Economía y Finanzas y República Administradora de Fondos de Inversión S.A. con fecha 16 de octubre de 2009, con el objeto de emitir garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médico Colectiva, cuyos planes de reestructuración de pasivos hayan sido aprobados de conformidad con la Ley N° 18.439 de fecha 22 de diciembre de 2008. Además, AE contra garantiza la operación mediante hipoteca de varios inmuebles oportunamente identificados.
Moneda:	Pesos Uruguayos expresados en U.I.
Importe de la emisión:	Hasta U.I. 330.000.000 (trescientos treinta millones de unidades indexadas) de valor nominal
Interés:	4.4% lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, sobre la base de un año de 360 días y de meses de 30 días.
Interés moratorio:	7.4% lineal anual en U.I.
Pago de intereses:	mensual desde la fecha de emisión.
Plazo:	15 años o hasta el momento en que se cancelen los títulos de deuda emitidos por el fiduciario.

Período de gracia:	desde la emisión y hasta el 1 de octubre de 2012. Durante este período se pagaron intereses por U.I. 1.210.000 mensuales. La emisión ocurrió el 11/11/2011
Amortización y Pago de intereses:	Luego del período de gracia los títulos se amortizarán mensualmente, en 180 cuotas mensuales iguales y consecutivas de UI 2.507.645 incluyendo intereses. Esto comenzó a pagarse en octubre de 2012.
Vencimiento:	1 de octubre de 2027.
Fuente de repago:	Cesión de créditos contra el FONASA que tiene AE provenientes de su actividad asistencial, en favor del "Fideicomiso Financiero Asociación Española". La Cesión de créditos comprende también todos aquellos créditos o flujo de fondos que en el futuro puedan llegar a sustituir el régimen del FONASA.
Calificación de riesgo:	A.uy

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

El blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica creada, en especial la garantía del Estado conferida, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de la AE, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades. Y que asimismo el flujo de fondos proporcionado por la Institución a juicio de no resiste algunos análisis de sensibilidad. Por lo tanto el fideicomiso de futuras cuotas FONASA no podría constituir una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado de inversión para los títulos. Así lo han entendido tanto el gobierno en su momento como la propia Institución, al acompañar los bienes fideicomitados no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia.<sup>10</sup>

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

Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja que se analiza en el Informe Jurídico de litigios citado oportunamente; a la conformidad con todas las disposiciones en vigencia; **la principal fortaleza del repago de los títulos, que hace que puedan alcanzar el grado inversor, estriba en la fortaleza de la garantía (el Estado), en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y de otros análogos autorizados) , y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida, tal como se recoge en la descripción de su operación según se señala en el numeral 10.3 del contrato de fideicomiso que se transcribe: En el caso que se encontraren pendientes de amortización los Títulos de Deuda por insuficiencia de fondos percibidos del BPS y si el**

---

<sup>10</sup> Para evaluar todos estos aspectos, como ya se refirió CARE acudió al asesoramiento del Estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause, véase en calificación original en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

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

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

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

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

### ***Riesgos considerados***

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

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

***Riesgo por iliquidez.*** La posibilidad de salir de los títulos ante eventuales situaciones de stress constituye un atributo favorable del “papel”, *que en este caso se verifica en todos sus términos, siempre dentro de las limitaciones del mercado de valores uruguayo que no permiten garantizar su inmediata realización.*

### **SECCIÓN III. LA 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 Y EL FLUJO DE FONDOS

### *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 Anexo A del Contrato de Fideicomiso, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del SNS en el marco de la Ley N° 18.211. De acuerdo a lo que se informa en los EE.CC del Fideicomiso AE al 30 de junio de 2014, con informe de revisión limitada de CPA Ferrere, el cronograma de cuotas FONASA a percibir así como el de desembolsos por concepto de amortización e intereses de los títulos de deuda desde el segundo semestre de 2014 en adelante, es el siguiente:

Cuadro 1. Cesiones FONASA y pagos		
Miles UI anuales	Cesiones	Pagos
2014	18.000	15.046
2015	36.000	30.092
2016	36.000	30.092
2017	36.000	30.092
2018	36.000	30.092
2019	36.000	30.092
2020	36.000	30.092
2021	36.000	30.092
2022	36.000	30.092
2023	36.000	30.092
2024	36.000	30.092
2025	36.000	30.092
2026	36.000	30.092
2027	27.000	25.076
Totales	477.000	401.223
Nota: la columna Pagos comprende amortización e intereses		
Fte.: CARE en base a EE.CC del F-f al 30/06/2014		

De acuerdo a la misma fuente, a junio de 2014 restan por pagar 160 cuotas de UI 2.507.645 por mes en concepto de capital e intereses para cancelar los títulos de deuda. Esto representa un monto de UI 15.045.870 por el segundo semestre de 2014 y UI 30.091.740 por año hasta el año 2026 restando para el 2027 la cantidad de UI 25.076.450 hasta alcanzar un total de UI 401.223.200. Como se puede comprobar comparando con el monto a percibir por el Fideicomiso según Cuadro 1, el mismo resulta suficiente.

Por otra parte, esta cifra de aproximadamente UI 30 millones al año representa, si tomamos como referencia los ingresos totales correspondientes al cierre de 2013, aproximadamente 1.6% de los mismos por lo que se considera como muy poco probable que, al menos en el corto plazo, la institución tenga dificultades de hacer frente a estas obligaciones, aún cuando sus resultados económicos sean deficitarios.

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. 401 del MEF y MSP; siendo por tanto el Fideicomiso beneficiario de la Garantía de Estabilidad accesoria a la Garantía.

### ***La Institución***

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

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

CARE tomó en cuenta los tres últimos balances auditados como deriva de su método de análisis. Como el cierre del ejercicio se produce en el mes de setiembre, no se dispuso, al momento de elaborar este informe, el balance definitivo y auditado a setiembre de 2014 aunque sí un cierre preliminar que se tuvo en cuenta. También se consideró el último Informe de Gestión (a setiembre de 2014), así como toda otra información extracontable considerada relevante como indicativa de la marcha de la institución (resoluciones JUNASA sobre cumplimiento de metas; evolución del padrón social; entrevista con las autoridades de la AE etc)

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

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

La institución informa que hasta el momento se vienen cumpliendo las Metas Asistenciales a que se comprometió de acuerdo a la cláusula vigésimo octava del Contrato de Gestión suscrito entre la JUNASA y los prestadores integrantes del SNIS. Como prueba de ello proporciona nuevamente las Resoluciones de la JUNASA mediante las cuales determina dicho cumplimiento para las tres metas definidas en el segundo trimestre del año 2014.

## 1. Análisis económico financiero histórico

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

### Riesgos considerados:

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

La información utilizada son los EE.CC presentados por la institución con sus respectivos informes de auditoría. En este caso, el último ejercicio cerrado corresponde al 30 de setiembre de 2014 aunque, como se ha indicado, se trata de un cierre preliminar sin auditar por lo que no debe tomarse como definitivo. En consecuencia, dicho ejercicio no aparece en los cuadros comparativos aunque si se le considera en el análisis y comentarios.

### Análisis de Rentabilidad

En el Cuadro 2 se han resumido a los solos efectos informativos los datos en miles de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los tres últimos ejercicios económicos completos, a valores constantes del 30 de setiembre de 2013.

Cuadro 2. Estados de resultados resumidos			
Concepto (miles de \$)	2013	2012	2011
Ingresos operativos	4.982.395	4.817.414	4.651.252
Costo bienes y servicios	(4.673.126)	(4.562.912)	(4.305.843)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>309.269</b>	<b>254.502</b>	<b>345.409</b>
Gastos de Administracion y Ventas	(761.041)	(698.901)	(575.412)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(451.772)</b>	<b>(444.399)</b>	<b>(230.003)</b>
Resultados Diversos	31.812	17.609	73.924
Resultados Financieros	105.953	118.703	149.671
<b>Resultado Neto</b>	<b>(314.007)</b>	<b>(308.087)</b>	<b>(6.408)</b>
Nota: los valores están expresados a valores de setiembre 2013			
Fuente: CARE en base a información ASESP			

En el Cuadro 3 se presentan dichos valores expresados en términos relativos a los ingresos operativos.

Cuadro 3: Estados de resultados resumidos			
Concepto (en % sobre ingresos)	2013	2012	2011
Ingresos operativos	100	100	100
Costo bienes consumidos y servicios	-93,79%	-94,72%	-92,57%
<b>Resultado Bruto</b>	<b>6,21%</b>	<b>5,28%</b>	<b>7,43%</b>
Gastos de Administración y Ventas	-15,27%	-14,51%	-12,37%
<b>Resultado Operativo</b>	<b>-9,07%</b>	<b>-9,22%</b>	<b>-4,94%</b>
Resultados Diversos	0,64%	0,37%	1,59%
Resultados Financieros	2,13%	2,46%	3,22%
<b>Resultado Neto</b>	<b>-6,30%</b>	<b>-6,40%</b>	<b>-0,14%</b>

Fuente: CARE en base a información de AE

De acuerdo a lo que se informa en el cierre preliminar a setiembre 2014, se habrían obtenidos Resultados Operativos negativos de \$ 181.5 millones y se alcanzaría un Resultado del Ejercicio, también negativo de \$ 144 millones. Pese a que persisten los resultados deficitarios, suponen una sensible mejora respecto a los valores obtenidos el ejercicio pasado que, de acuerdo al Cuadro 2, fueron de \$ 451.8 millones y \$ 314 millones, negativos ambos, como Resultados Operativos y del Ejercicio respectivamente.

Se reiteran las principales conclusiones recogidas en informes anteriores en el sentido que los Resultados Operativos son clave para medir la gestión de la institución ya que demuestra su capacidad para proveer servicios de modo sustentable y que además le permita hacer frente a sus costos financieros.

Por ahora la institución no lo viene logrando, aunque de confirmarse los resultados de 2014 como una tendencia se estaría aproximando al objetivo. De hecho, en sus proyecciones estima que eso ocurriría en el ejercicio 2015/2016 (Ver Cuadro 6).

Como queda dicho, la institución presenta el Informe de Gestión donde además de mostrar avances positivos en las medidas de ahorro implementadas, se da cuenta de los cambios favorables en los resultados que se estarían logrando en el último ejercicio. Es de destacar también la cantidad y calidad de la información generada que permite hacer un seguimiento de las medidas implementadas así como medir sus resultados lo que en si mismo revela un fuerte compromiso por parte de la conducción de la institución.

### ***Análisis de Solvencia***

Se reitera lo expresado anteriormente en el sentido que CARE realiza este análisis en base a EE.CC auditados por lo que en este sentido no hay cambios respecto a lo mencionado en la anterior actualización. De todas formas, al disponer de un cierre preliminar a setiembre de 2014, se puede comprobar que el panorama no habrá de cambiar demasiado por lo que se consideran válidos los comentarios realizados anteriormente y que se reiteran a continuación.

Del Cuadro 4 surge que al cierre del último ejercicio, el pasivo en términos reales registra un incremento de algo más de 7% respecto al ejercicio anterior. Es un incremento relativamente menor en relación a lo sucedido el ejercicio anterior en que se registró un incremento superior al 25%. La cantidad de meses de ingresos operativos netos adeudados, se mantiene en 6.

Desmejora en cambio el perfil de deuda ya que se incrementa el pasivo corriente en casi 22%, disminuyendo el pasivo a largo plazo en 10%. Se destaca una fuerte suba en el

pasivo comercial (54%) revirtiendo lo que había sucedido en el ejercicio anterior en que se mostraba un importante abatimiento.

<b>Cuadro 4. Comparación de pasivos</b>			
Concepto (miles de \$)	2013	2012	2011
Deudas comerciales	489.932	318.078	510.941
Deudas financieras	249.522	205.662	156.536
Deudas diversas	858.721	786.584	849.509
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>1.598.175</b>	<b>1.310.324</b>	<b>1.516.986</b>
Deudas financieras largo plazo	964.140	1.060.534	310.933
Otras deudas largo plazo	18.307	23.440	29.476
Previsiones	10.534	20.277	13.347
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>992.981</b>	<b>1.104.251</b>	<b>353.756</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.591.156</b>	<b>2.414.575</b>	<b>1.870.742</b>
<b>Expresado en % sobre el total</b>			
Deudas comerciales	19%	13%	27%
Deudas financieras	47%	52%	25%
Deudas diversas	34%	34%	47%
Previsiones	0%	1%	1%
Pasivo Corriente	62%	54%	81%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Ingresos operativos mensuales (promedio)			
Pasivo total / Ingresos operativos	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
Nota: valores expresados en moneda de setiembre 2013			
Fuente: CARE en base información AE			

Por otra parte, en el Cuadro 5 se presenta en forma resumida la composición del Activo donde se refleja una disminución el Activo Corriente a setiembre de 2013 y una disminución del Patrimonio siendo consistente con los resultados negativos obtenidos. La liquidez de la institución medida como la relación entre activos y pasivos corrientes sigue siendo muy pobre.

<b>Cuadro 5: Activo</b>			
en miles de \$	Set. 2013	Set. 2012	set. 2011
Activo Corriente	433.398	562.851	309.900
Activo no Corriente	3.449.941	3.457.915	3.475.482
<b>Total Activo</b>	<b>3.883.339</b>	<b>4.020.766</b>	<b>3.785.382</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>1.292.184</b>	<b>1.606.191</b>	<b>1.884.434</b>
Fuente: CARE en base información de ASEP			

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

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

Si medimos la liquidez como el cociente entre el activo corriente y el pasivo corriente, al 30 de setiembre de 2013 arroja un índice de 27% lo que estaría revelando severos problemas en este sentido incluso mostrando un deterioro respecto al año anterior cuyo mismo ratio era de 43%. Se informa que al cierre del ejercicio 2013/2014 la razón corriente será de 39% por lo

que no cambia el concepto. Por eso se insiste que, en este caso, la liquidez no es demasiado relevante. Recordemos por otra parte, que las cesiones FONASA a que se obliga la AE para cubrir los compromisos del repago de estos títulos, no alcanzan a ser el 2% de los ingresos netos totales y, además, cuenta con el respaldo de la garantía estatal.

## 2. Proyecciones

AE vuelve a presentar la misma proyección de resultados y flujos, esta vez, a partir del ejercicio 2014/2015 hasta el 2017/2018. Las mismas se presentan con el conjunto de supuestos que la sustentan. Muchos de ellos refieren a medidas que ya están operativas y sus impactos son comprobables. En general parecen razonables y el hecho que refieran a un período proyectado relativamente corto los hace lucir más verosímiles.

Esto se puede observar en los cuadros siguientes.

Cuadro 6: EE.RR proyectados a setiembre de cada año (millones de \$)				
Concepto	2015	2016	2017	2018
Ingresos Operativos	6.083	6.864	7.648	8.477
Costo Servicios Prestados	(5.275)	(5.757)	(6.340)	(6.954)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>808</b>	<b>1.107</b>	<b>1.308</b>	<b>1.523</b>
Gastos Administración y Vtas	(908)	(991)	(1.089)	(1.192)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>(100)</b>	<b>116</b>	<b>219</b>	<b>331</b>
Resultados Diversos	41	45	48	50
Resultados Financieros	(70)	(58)	(28)	(3)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>(129)</b>	<b>103</b>	<b>239</b>	<b>378</b>

Fuente: AE

De acuerdo al Cuadro 6, AE volvería a tener resultados negativos en el ejercicio 2014/2015 pero a partir de entonces la institución revertiría la situación. Se destaca que en la proyección anterior, en que figuraba el ejercicio 2013/2014, los Resultados Operativos y del Ejercicio, se estimaban en \$ 294 millones y \$ 256 millones (negativos) respectivamente mientras que ahora se informa que, de acuerdo al cierre preliminar, serían de \$ 181.5 millones y \$ 144 millones (negativos) respectivamente. Es decir, sensiblemente mejores a lo previsto. Esto parece indicar que las proyecciones se han hecho con criterio conservador.

Cuadro 7: Flujos de Fondos proyectados a setiembre de cada año (millones \$)				
Concepto	2015	2016	2017	2018
Ingresos Operativos	6.168	6.885	7.663	8.496
Egresos Operativos	(6.012)	(6.621)	(7.351)	(8.200)
<b>Flujo Operativo neto</b>	<b>156</b>	<b>264</b>	<b>312</b>	<b>296</b>
Flujo no Operativo	163	150	141	139
Inversiones	(139)	(151)	(162)	(155)
Financiamiento	(107)	(168)	(144)	(61)
Efecto Fideicomiso	(95)	(103)	(113)	(123)
Flujo neto final	(21)	(8)	34	95
<b>Saldo Final de Fondos</b>	<b>45</b>	<b>37</b>	<b>71</b>	<b>166</b>

Fuente: AE

Estos flujos responden a la proyección de resultados que la institución prevé para los próximos cuatro ejercicios.

Uno de los supuestos clave es el número de afiliados. En ese sentido, AE informa que la proyección de los mismos se hizo en base a la evolución de los dos últimos años. Como se

ve en el cuadro siguiente, dicha evolución ha sido modesta en ese periodo, por lo que parece realista asumir que el comportamiento futuro inmediato será similar.

Cuadro 8: padrón social	
fecha	cantidad
Set. 2010	184.097
Mar. 2011	183.882
Set. 2011	185.323
Mar. 2012	186.882
Set. 2012	187.193
Mar. 2013	188.836
Set. 2013	187.087
Mar. 2014	188.684
Set. 2014	187.512
Fuente: AE	

En lo que refiere a los egresos proyectados se aplicó un plan de ahorro con importantes efectos a nivel económico financiero, tales como rebaja del costo de medicamentos, materiales de uso médico, salarios etc. muchas de las cuales ya están generando impactos positivos.

### ***A modo de sensibilización***

En el Cuadro 4 junto con las principales variables proyectadas por la institución aparece en la última fila, los saldos de caja esperados al fin de cada ejercicio. Se observa que los mismos representan, en el mejor de los casos (setiembre de 2018), un valor inferior al 2% de los ingresos de ese año. Se concluye entonces que cualquier sensibilización más o menos rigurosa que se haga haría que los saldos se tornaran negativos.

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

### **3. Fondo de Garantía IAMC**

Debe recordarse, sin embargo, que aun en los escenarios adversos referidos en los comentarios anteriores, el Fondo de Garantía 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 las obligaciones garantizadas. Como se ha mencionado, el Fondo de Garantía cuenta con un saldo de UI 192.000.000 y en caso de utilizarse, la ley mandata al MEF a reponer lo necesario hasta completar dicho saldo a razón de hasta UI 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. Esto se expresa en el cuadro siguiente:

Cuadro 9: 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
<b>Totales</b>	<b>123.242</b>	<b>127.408</b>	<b>126.677</b>	<b>125.951</b>	<b>125.226</b>

Fuente: CARE en base Fideicomisos

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantizados 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.

### **Riesgos considerados<sup>11</sup>:**

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

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

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

<sup>11</sup> Los riesgos que se van a comentar tienen una baja ponderación en tanto la mayor fortaleza de los títulos que se califican es la garantía del Estado.

## SECCIÓN V. EL ENTORNO

### 1. Introducción

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos necesarios para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, pero que derivan de circunstancias ajenas a la Institución y refieren al marco general, en especial al mercado y a las políticas públicas. En este caso, el análisis tiene una relevancia menor por cuanto, como se ha referido 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.<sup>12</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 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)

---

<sup>12</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

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 ingresos<sup>13</sup>, y de 4.5% y 6% en caso de superar el límite de ingresos mencionado en la nota de pie de página. En el caso de los jubilados, se aplican las mismas condiciones.

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

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

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

Ley Nº 18131 Creación del Fondo Nacional de Salud

Ley Nº 18161 Descentralización de ASSE

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.

---

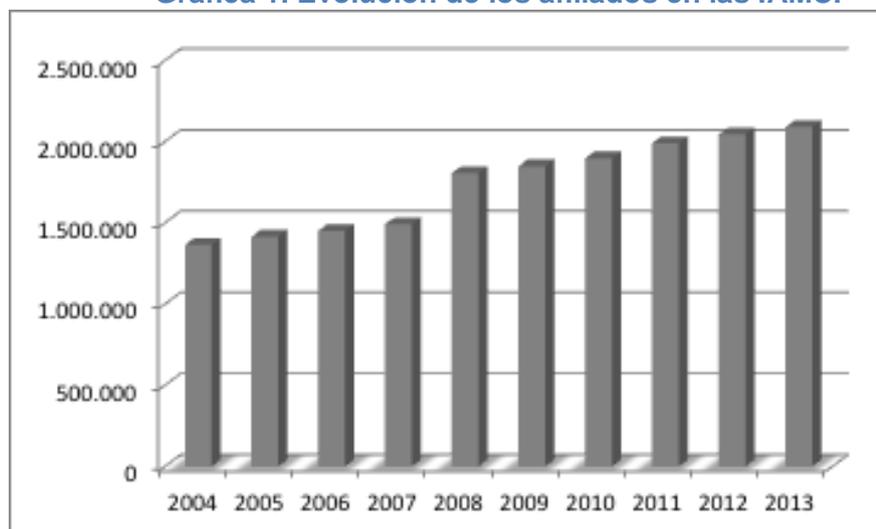
<sup>13</sup>Menos de 2 BPC

Cuadro 10 Población urbana, por atención de la salud, según grandes áreas y grupos						
	Total	Sin asistencia	MSP	Mutualista	Otro	
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>2,6</b>	<b>31,6</b>	<b>58,4</b>	<b>7,4</b>	
Menores de 14	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	
<b>Montevideo</b>	<b>100</b>	<b>2,7</b>	<b>19,9</b>	<b>67,2</b>	<b>10,1</b>	
Menores de 14	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	
<b>Interior</b>	<b>100</b>	<b>2,6</b>	<b>39,3</b>	<b>52,5</b>	<b>5,6</b>	
Menores de 14	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 . 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.

**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 10).

**Cuadro 11. 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 12. 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 12), estas son: Médica Uruguaya, la Española y el CASMU.

**Cuadro 13. 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
IAMC Mdeo	1.134.143
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 13).

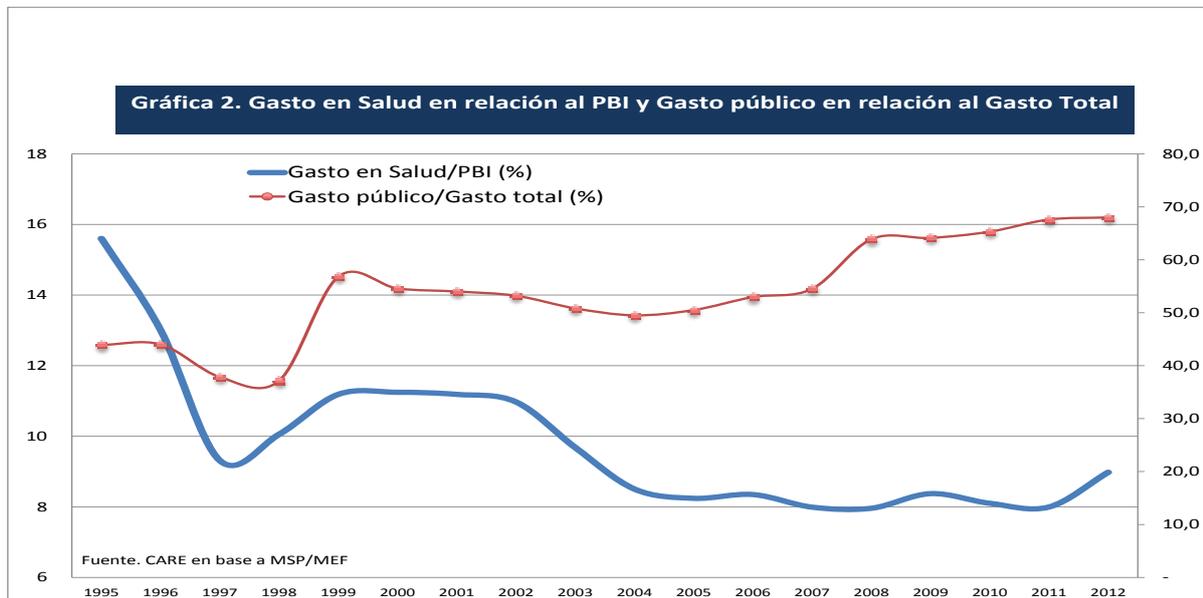
Cuadro 14. Gasto en Salud				Cuadro 15. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI en %	
Año	Población	Gasto en Salud (Mills. U\$S)	Gasto per capita (dólares)		
2004	3.301.732	1160	351	EEUU	15
2005	3.305.723	1426	431	SUIZA	11
2006	3.314.466	1606	485	ALEMANIA	11
2007	3.323.906	1864	561	CANADÁ	10
2008	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
				ARGENTINA	7
				MÉXICO	6
				COLOMBIA	6
				PERÚ	5

Fuente: CARE en base a información INE y MSP.

Fte. Estad. Sanits, mundiales 2013

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).

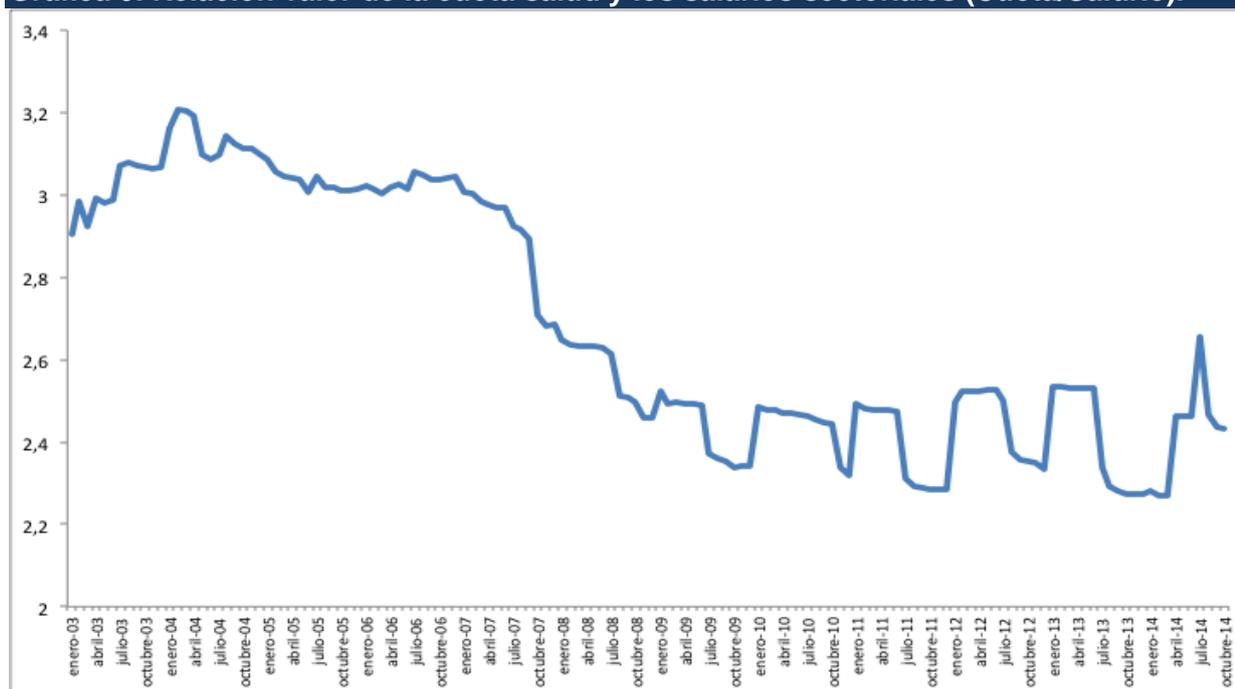
En lo que respecta a la evolución histórica reciente del gasto en salud en Uruguay, se observa que después de los altos valores de mediados de la década del 90, el gasto se mantuvo en valores del 8% en relación al PBI (ver Gráfica 2). Llama la atención cómo el gasto público ha aumentado su participación 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 Sistema<sup>14</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.

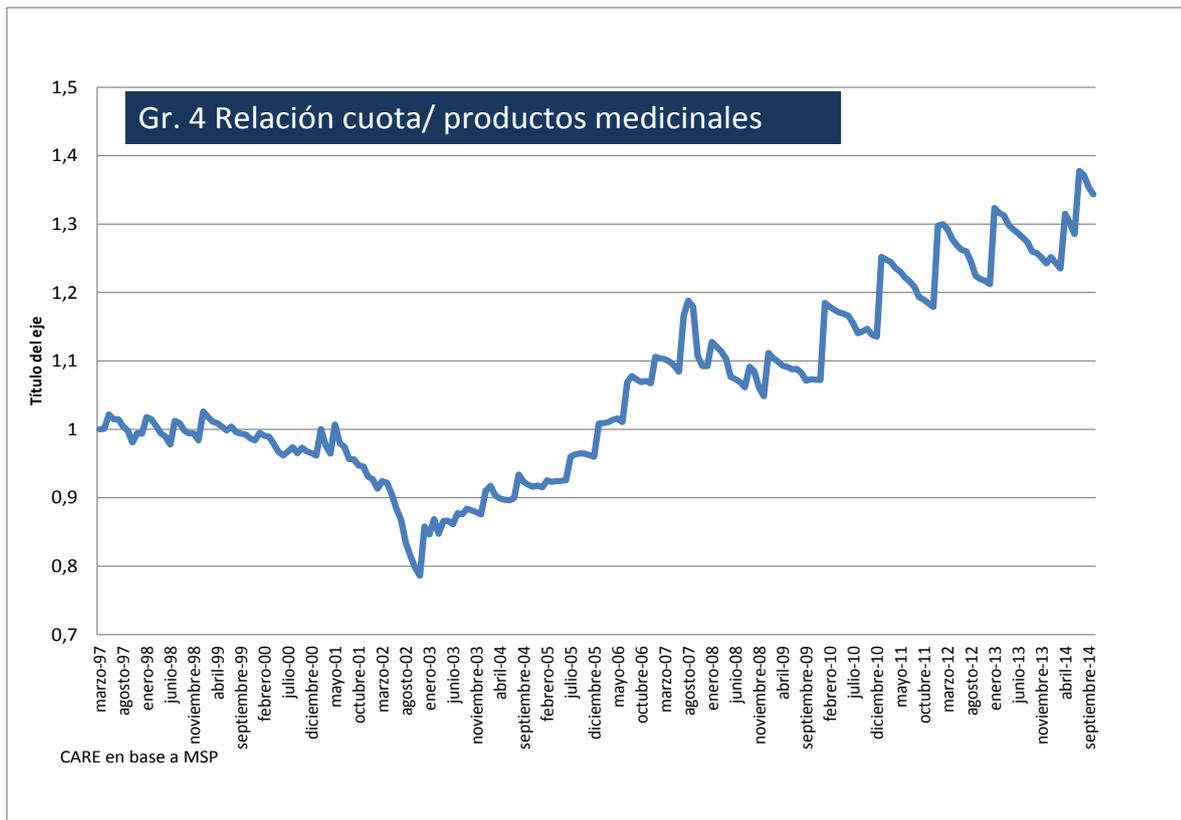
<sup>14</sup> es un precio administrado por el PE que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.

**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 de los salarios.



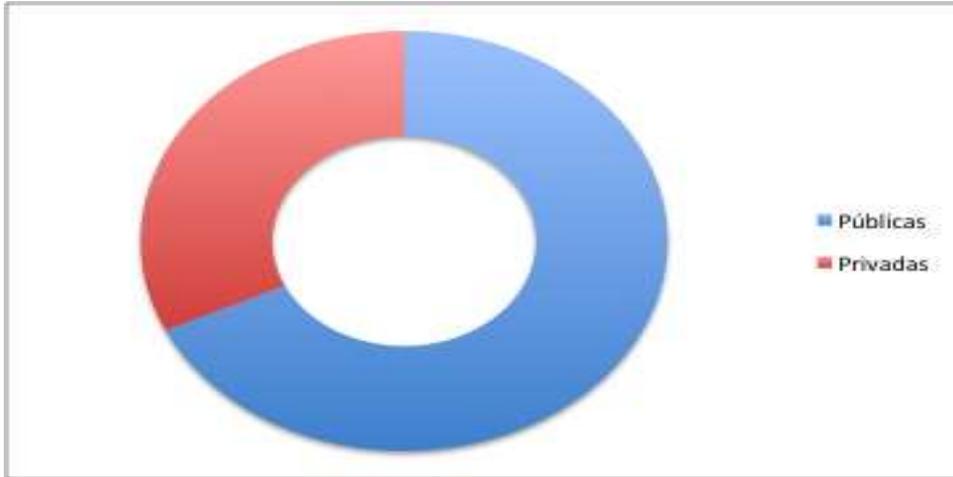
## Evolución de las fuentes de Financiamiento

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.

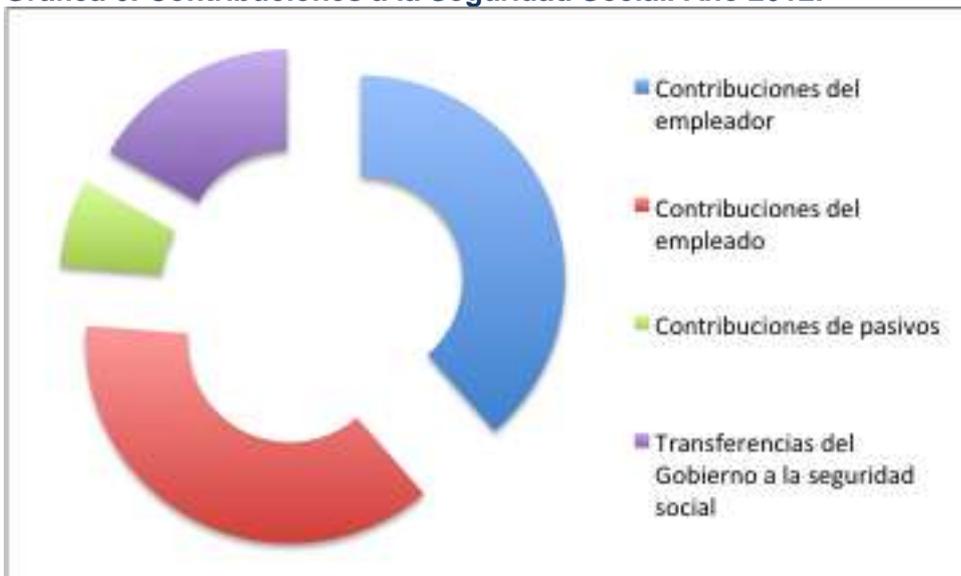
Otro factor diferencial del sector salud post reforma fue la participación del sector público en la financiación de este. En 2012 la participación del sector público en la financiación se situaba en 62% (Ver Gráfica 5) mientras que 2005 era del 50%.

**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.

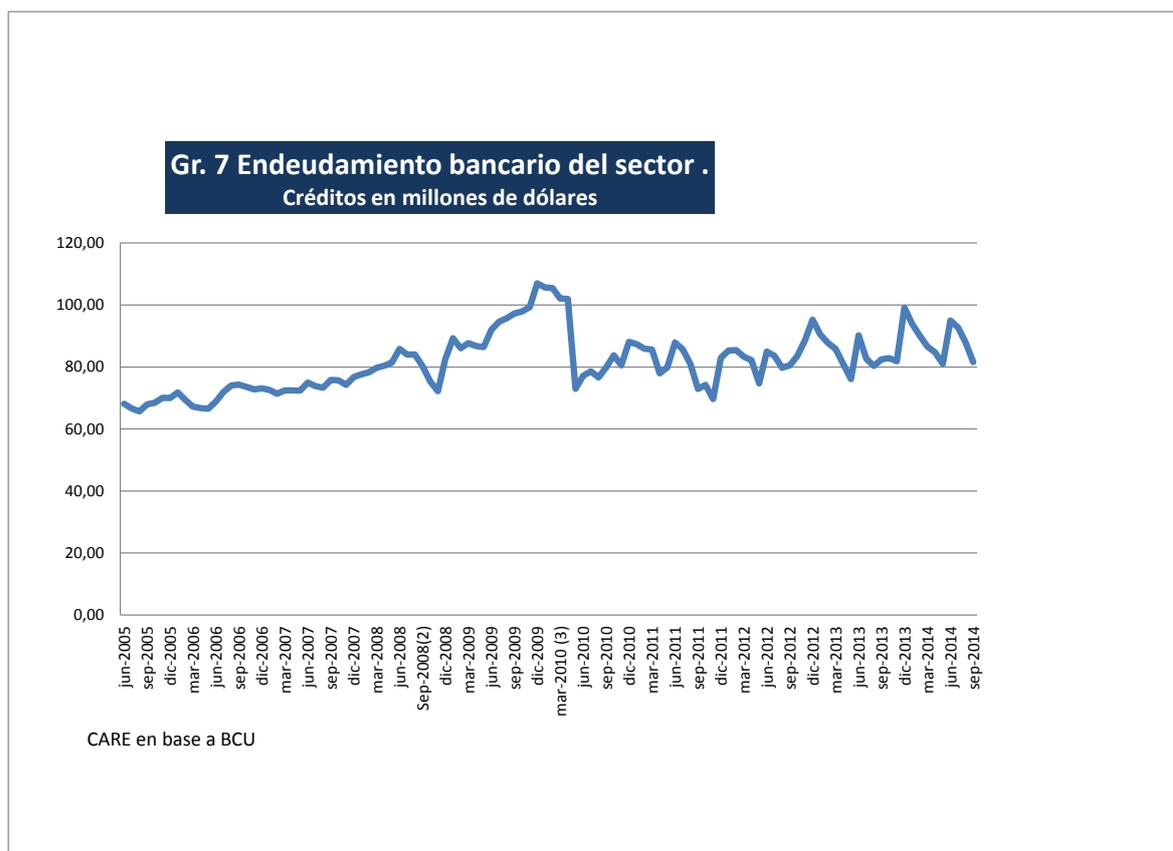
En este sentido, es importante analizar el resultado económico del mismo y ver en qué medida es autosustentable o necesita de partidas presupuestales del Estado.

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 7.



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.uy<sup>15</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Marín Durán Martínez



<sup>15</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.