

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

*Montevideo, marzo de 2017*

---

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
10	II LOS TITULOS DE DEUDA
13	III LA ADMINISTRACION
16	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
26	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORMACION SECTORIAL

---

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE LA OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS DE DEUDA EMITIDOS POR  
EL FFO ASOCIACIÓN ESPAÑOLA  
29-3- 2017**

<b>Denominación:</b>	FIDEICOMISO FINANCIERO ASOCIACIÓN ESPAÑOLA II
<b>Títulos representativos</b>	de deuda escriturales de oferta pública por UI 210.000.000.
<b>Activo Fideicomitado:</b>	Créditos ASOCIACION ESPAÑOLA contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
<b>Fideicomitente:</b>	ASOCIACION ESPAÑOLA
<b>Pago de intereses</b>	mensualmente desde la fecha de emisión producida el 27/5/16 <sup>1</sup>
<b>Amortización Capital:</b>	una vez terminado el periodo de gracia, en 180 cuotas mensuales iguales y consecutivas de UI 1.772.099, comprendiendo las mismas, capital e intereses. Primer pago, 1/1/17, último pago, 1/12/31
<b>Fecha de pago:</b>	el primer día de cada mes
<b>Gracia:</b>	desde la fecha de emisión hasta el 31 de diciembre de 2016.
<b>Tasa:</b>	6 % lineal anual en UI
<b>Garantía:</b>	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
<b>Fiduciario y Emisor:</b>	República AFISA
<b>Entidad Registrante y Agente de Pago:</b>	Banco Santander.
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Asesor Financiero:</b>	CPA Ferrere
<b>Vigencia de la calificación:</b>	hasta el 30/11/2017 <sup>2</sup>
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
<b>Calificación de riesgo:</b>	A.uy
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

<sup>1</sup> Según Documento de Emisión emitido por RAFISA

<sup>2</sup> La calificación puede estar sujeta a modificaciones en cualquier momento de acuerdo a la metodología de la misma.

## Resumen General

CARE ha actualizado la calificación de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del "Fideicomiso Financiero Asociación Española II" 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.
- En el marco dicho proceso se analizó críticamente el contexto y la situación de la AE y se definieron nuevos lineamientos estratégicos con sus correspondientes indicadores de seguimiento y cronograma. Dicho plan estratégico fue aprobado por la Asamblea Representativa de la AE el 5/6/15.
- Es en ese contexto que se constituye este fideicomiso que permitió reperfilarse el endeudamiento financiero de corto plazo, financiar el plan de inversiones y recomponer su liquidez.
- El plan de viabilidad original así como los posteriores fueron aprobados por los Ministerios de Economía y Finanzas y de Salud Pública lo que permitió a la institución acceder al Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC creado por ley. Con el respaldo de esta garantía, AE pudo acceder a recursos del mercado de capitales, en una operación análoga a esta que se califica, 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.
- Para profundizar y consolidar el proceso iniciado es que en esta oportunidad se plantea, en una operación análoga a la anterior, obtener del mercado de capitales un monto de 210 millones de UI cuyo destino fue el siguiente: cancelación de pasivos de corto plazo; incrementar capital de giro de la institución y UI 76 millones para financiar el plan de inversiones tal como se establece en la Resolución del MEF y MSP de fecha 20/1/16 autorizando el uso de la garantía del Fondo IAMC de esta operación.
- El elemento sustantivo de la calificación es la garantía del Estado no solo en su monto y su definición política, sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en el caso de incumplimiento. En efecto el blindaje jurídico de los títulos de deuda, conformado al amparo de la normativa específica, y en especial la garantía del Estado, constituyen la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado de AE, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades que hasta el presente no ha logrado revertir pese a proyecciones positivas para los próximos años y que la tendencia exhibida en los últimos ejercicios, parece avalar. En consecuencia el fideicomiso de cuotas FONASA no puede constituir en sí mismo una garantía de

repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado inversor para los títulos, al referirse a una institución que podría ofrecer dudas en cuanto a su viabilidad en virtud de su desempeño económico financiero.

- 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.
- 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.
- El cierre del ejercicio a setiembre de 2016, sigue mostrando resultados operativos negativos, aunque menores a los del ejercicio anterior.
- Como aspecto positivo, el padrón de afiliados mantiene un nivel superior al proyectado oportunamente y que al cierre del denominado "corralito" mutual de febrero 2017, la institución vuelve a tener un saldo positivo, en este caso de 1.223 afiliados
- Las variables de entorno no evidencian tensiones relevantes que afecten la construcción financiera

## I. INTRODUCCIÓN

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

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos de deuda a emitirse por RAFISA por UI 210.000.000 (unidades indexadas doscientos diez millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por parte de la Asociación Española (AE) del Fondo Nacional de Salud (FONASA) con vencimiento para su cancelación de 15 años a partir de su emisión, en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

De acuerdo al contrato de fideicomiso, las cesiones provenientes de los créditos del FONASA cedidas en respaldo de esta operación son: UI 1.260.000 mensuales durante el periodo de gracia (este periodo va desde la emisión, producida en mayo de 2016, hasta el 31/12/16) y UI 2.116.494 mensuales luego de finalizado el periodo de gracia, es decir, por los siguientes 180 meses. Esto hace un total de UI 380.968.920 más lo cedido durante el periodo de gracia.

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>3</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>4</sup>.

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de 210.000.000 UI, amortizables en 15 años, luego del período de gracia es decir, 180 cuotas. El interés es 6 % lineal anual en UI. Se estableció un período de gracia desde la fecha de emisión hasta el 31 de diciembre de 2016 durante el cual el fideicomiso realizará 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 y complementado por la Ley 19.357 de fecha 15/12/15 y cuyos fondos, provenientes de rentas generales, han sido fideicomitados a su vez a RAFISA en otro fideicomiso, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

<sup>3</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>4</sup> ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas ..." Punto 3

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir del 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy). El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. CARE contó, en ocasión de la calificación original, con el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe completo se adjuntó en Anexo 1. La vigencia de esta actualización se extiende hasta el 30 de noviembre de 2017.<sup>5</sup>

## 2. Antecedentes

Esta operación se inscribe en un proceso iniciado años atrás y que se resume a continuación.

La emisión de títulos de deuda de oferta pública por parte de la Asociación Española Primera de Socorros Mutuos es 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. Este fondo cuenta con un saldo máximo de UI 192 millones, ya integrado, y puede reponerse, en caso de ser utilizado en hasta UI 162 millones (Ley No. 19.357). 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 cubrir las todas, aún en la peor hipótesis.

Cumplidos los pasos exigidos oportunamente, se constituyó el primer fideicomiso, denominado "Fideicomiso Financiero Asociación Española" entre AE como Fideicomitente, RAFISA como Fiduciario y el Fondo de Garantía IAMC

<sup>5</sup> La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

como Garante. La emisión ocurrió en noviembre de 2011 por UI 330 millones. Dicho fideicomiso fue y sigue siendo calificado por CARE quien le otorgó nota de grado inversor. Hasta el momento se viene desarrollando según lo previsto.

A cuatro años de haber elaborado el plan estratégico anterior, y no habiéndose alcanzado los objetivos económico financieros originales, en 2014 la Institución planteó nuevos lineamientos para conseguir, además de otros fines, el equilibrio económico. En este contexto se inscribe la actual emisión, con las garantías mencionadas y las aprobaciones oficiales necesarias. Este nuevo plan fue aprobado por la Asamblea Representativa de la institución de fecha 5 de junio de 2015.

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

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

La información analizada fue la siguiente <sup>6</sup>:

- Informe CARE de calificación y sus sucesivas actualizaciones del primer fideicomiso constituido por AE.
- Evolución del número de afiliados.
- Resoluciones de JUNASA informando sobre el grado de cumplimiento de las metas asistenciales.
- Informe de Gestión de la AE a enero de 2017
- EE.CC de AE a setiembre de 2016 con informe de auditoría independiente.
- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/2016.
- EE.CC del Fideicomiso al 31/12/16
- Informe del Plan de Iniciativas (cuantitativo y cualitativo) a julio de 2016.
- Intercambio de información con la gerencia financiera de la institución
- Nota de CARE a RAFISA de fecha 8/4/16 levantando disclaimers del informe de calificación original.

<sup>6</sup> CARE debe recibir aún, informes de auditoría independiente



## 4. Hechos destacados del período

- Resolución de Asamblea de la AE en sesión de fecha 30 de marzo, y según acta que nos fuera remitida, en que se informa que la institución culminó el proceso de aprobación de la operación ordenando la constitución y ampliación de las hipotecas de los padrones correspondientes.
- El 27/5/16 RAFISA emite Documento de Emisión por UI 210 millones en las condiciones de plazo e interés anunciadas.
- AE informa sobre el grado de cumplimiento de las metas asistenciales planteadas por la JUNASA, en este caso se informa sobre el cumplimiento de las metas 1 y 2 (la primera en forma parcial) para el cuarto trimestre de 2016 y la meta 4 para el segundo semestre del mismo año.
- El Fideicomiso se encuentra al día con sus obligaciones y recibe regularmente, según lo previsto, las cesiones del FONASA.
- AE informa el cambio de la firma auditora a partir del ejercicio en curso.
- Se sigue avanzando en obras de infraestructura.
- Se implementó un programa de socios denominado "Vitales" con el objetivo de captar recursos para financiar nuevas obras de infraestructura. Originalmente la meta era captar 1000 socios pero ante la buena respuesta recibida, se amplió la meta. Al momento, han captado unos 1.300 socios.

## II. LOS TITULOS 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 II

**Fideicomitente:** Asociación Española Primera de Socorros Mutuos (ASESP)

**Fiduciario:** Republica Administradora de Fondos de Inversión S.A.

**Agente de Pago:** Banco Santander SA.

**Entidad Registrante:** Banco Santander SA

**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:** U.I. 210.000.000 (doscientos diez millones de unidades indexadas) de valor nominal

<b>Interés:</b>	6 % 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.
<b>Pago de intereses:</b>	mensual desde la fecha de emisión producida el 27/5/16
<b>Plazo del Fideicomiso:</b>	Hasta el momento en que se cancelen los títulos de deuda emitidos por el fiduciario (previsto a 15 años a partir de finalizado el periodo de gracia). En ningún caso podrá superar los 30 años desde la constitución del fideicomiso.
<b>Período de gracia:</b>	desde la emisión y hasta el 31 de diciembre de 2016.
<b>Amortización y Pago de intereses:</b>	Luego del período de gracia los títulos se amortizarán, junto con el pago de intereses, en 180 cuotas mensuales iguales y consecutivas de UI 1.772.099 incluyendo ambos conceptos. Esto comenzó el primer día hábil de enero de 2017 y finalizará el primer día hábil de diciembre de 2031.
<b>Vencimiento:</b>	1º de diciembre de 2031
<b>Fuente de repago:</b>	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.
<b>Calificación de riesgo:</b>	A uy de grado inversor
<b>Manual utilizado:</b>	Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

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

En esta ocasión se contó con el informe jurídico del Dr. Leandro Rama el que fuera anexado a la calificación original. Luego de analizar las contingencias jurídicas de la estructura concluyó:

*"En suma, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas que sugieran el incumplimiento en el pago total y puntual de los Valores. "*

Se vuelve a destacar que 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 otros cubiertos por aquélla), y en la

peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida, que se recoge en la descripción de su operación que se transcribe del propio contrato de fideicomiso, cláusula 9 cuando señala”:

*“Si en cualquier Fecha de Pago los fondos percibidos por la cesión de los Créditos fueren insuficientes, y habiéndose cumplido con el procedimiento establecido en la cláusula sexta del presente, el Fideicomitente no cumpliera con su obligación de transferir fondos adicionales para efectuar los pagos bajo los Títulos de Deuda, República Administradora de Fondos de Inversión S.A. en su calidad de fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, dentro de los dos días hábiles siguientes y sin necesidad de otro aviso, ordenará la transferencia a la Cuenta del Fideicomiso de fondos provenientes del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC en la cantidad suficiente para cumplir con los pagos que correspondan bajo los Títulos de Deuda.”*

### 3. Riesgos considerados

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

**Riesgo por iliquidez.** La posibilidad de salir de los títulos constituye un atributo favorable que en el caso del mercado uruguayo no resulta tan fluido por sus características. No obstante se han diseñado para ser líquidos. *Riesgo bajo.*

## III. LA ADMINISTRACIÓN

### La Fiduciaria

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

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

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

Según EE.CC al cierre del 31/12/2016 la firma alcanza un patrimonio de miles de \$ 557.910. Esto supone una disminución del orden del 10 % respecto al que tenía al 31/12/2015. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos, en este caso es 3,75. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

<b>CUADRO 1: Estado de Situación Patrimonial</b>			
<b>(miles de \$)</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
<b>Activo</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>	<b>535.512</b>
Activo Corriente	219.778	457.830	339.206
Activo no Corriente	417.102	256.374	196.306
<b>Pasivo</b>	<b>78.969</b>	<b>96.271</b>	<b>66.646</b>
Pasivo Corriente	58.536	87.650	59.985
Pasivo no Corriente	20.433	8.621	6.662
<b>Patrimonio</b>	<b>557.910</b>	<b>617.932</b>	<b>468.866</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>636.880</b>	<b>714.204</b>	<b>535.512</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>3,75</b>	<b>5,22</b>	<b>5,65</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

La firma muestra una disminución en su facturación (4,20%) en relación al mismo período del ejercicio anterior. Esto se traduce en una caída de los resultados por el periodo mencionado. En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados obtenidos en el último ejercicio y su comparativo con los dos anteriores.

<b>CUADRO 2: Estado de Resultados</b>			
<b>(miles de \$)</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
Ingresos Operativos	307.513	321.020	270.138
Gastos de Adm y Ventas	(217.054)	(206.613)	(191.557)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>90.458</b>	<b>114.408</b>	<b>78.581</b>
Resultados Diversos	84	41	597
Resultados Financieros	29.802	84.555	38.125
IRAE	(31.299)	(49.938)	(22.255)
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>89.044</b>	<b>149.066</b>	<b>95.047</b>

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva y pese a la caída en los resultados resultados, la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 31 de diciembre de 2016, RAFISA mantenía la administración de 46 fideicomisos y un fondo de inversión distribuidos en áreas diversas. A vía de ejemplo, 11 fideicomisos por recuperación de carteras; 16 con intendencias municipales; 7 con instituciones de asistencia médica colectiva; 3 para desarrollar parques eólicos entre otros. Es decir, pese a una leve caída en la facturación sigue contando con una importante cartera de fideicomisos en administración, tanto en cantidad como en variedad, lo que garantiza su idoneidad para la función.

### El Fideicomiso

Como queda dicho, el 27/5/16 RAFISA emite Documento de Emisión por UI 210 millones en las condiciones de plazo e interés anunciadas dando así inicio a las operaciones del Fideicomiso. En el corto lapso transcurrido, el mismo se viene desarrollando tal cual lo previsto.

En el cuadro siguiente, se informa su estado de situación patrimonial al cierre del 31/12/16.

<b>Cuadro 3: Estado de Situación</b>	
<b>(miles de \$)</b>	<b>31/12/16</b>
<b>Activo</b>	<b>1.056.803</b>
Activo Corriente	251.315
Activo no Corriente	805.488
<b>Pasivo</b>	<b>740.301</b>
Pasivo Corriente	24.305
Pasivo no Corriente	715.996
<b>Patrimonio</b>	<b>316.502</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>1.056.803</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>10,34</b>

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

El producto de la emisión fue de \$ 712.203.851 y, tal cual estaba previsto, se canceló el "préstamo puente" otorgado por el BROU por \$ 271.741.583 así como se aplicaron los fondos restantes a lo establecido en el contrato de fideicomiso. El período de gracia para comenzar a amortizar los títulos venció el 31/12/16 por lo que los EE.CC, a esa fecha, no recogen aún ninguna amortización.

El cronograma de cesiones FONASA a percibir así como los compromisos a pagar hasta cancelar los títulos se expone en el Cuadro 4.

**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. *Riesgo casi nulo.*

**Riesgo administración**, considerando la idoneidad para cumplir con la función, su solvencia y liquidez. *Riesgo casi nulo.*

**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 muy bajo.*

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

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

El activo subyacente consiste en la cesión de los créditos contra el FONASA o entidad que en un futuro lo suceda, por hasta las sumas establecidas en el Anexo A del Contrato de Fideicomiso, correspondientes a la prestación que el Fideicomitente tiene derecho a percibir en concepto de cuota salud por los servicios asistenciales prestados a los beneficiarios del SNS en el marco de la Ley N° 18.211. Como ya se ha consignado, hay otro fideicomiso precedente, análogo a éste, por lo que el análisis de suficiencia de fondos y su relación con las finanzas de la institución corresponde hacerlo en forma conjunta.

Los compromisos asumidos en ambos fideicomisos implican, a partir del año 2017 en que se comienzan a amortizar los títulos de la segunda operación, una cifra de miles de UI 51.357 anuales en los años de mayor desembolso (hasta el 2026 inclusive). Esto representa, si tomamos como referencia los ingresos totales correspondientes al ejercicio cerrado en setiembre de 2016 (último ejercicio cerrado y auditado disponible), aproximadamente 2,5% de los mismos

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

<b>CUADRO 4. Cronog. cesiones FONASA *</b>						
<b>(miles de UI)</b>	<b>Cesiones AE</b>			<b>Pagos AE</b>		
	<b>AE I</b>	<b>AE II</b>	<b>Total</b>	<b>AE I</b>	<b>AE II</b>	<b>Total</b>
2017	36.000	21.115	<b>57.115</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2018	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2019	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2020	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2021	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2022	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2023	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2024	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2025	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2026	36.000	25.398	<b>61.398</b>	30.092	21.265	<b>51.357</b>
2027	27.000	25.398	<b>52.398</b>	25.076	21.265	<b>46.342</b>
2028		25.398	<b>25.398</b>		21.265	<b>21.265</b>
2029		25.398	<b>25.398</b>		21.265	<b>21.265</b>
2030		25.398	<b>25.398</b>		21.265	<b>21.265</b>
2031		23.281	<b>23.281</b>		21.265	<b>21.265</b>
2032		10.582	<b>10.582</b>		9.666	<b>9.666</b>
<b>Totales</b>	<b>387.000</b>	<b>385.151</b>	<b>772.151</b>	<b>325.994</b>	<b>328.644</b>	<b>654.637</b>

\* a percibir y pagos en ambos FF

Nota: Pagos comprende amortización e intereses

Fuente: EE.CC del Fideicomiso

Asimismo se constituye a favor de ambos fideicomisos la garantía del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC que asegura el repago de los Títulos de Deuda.

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



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

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

<b>CUADRO 5: Cesiones FONASA mensuales (miles UI)</b>			
<b>Total FONASA</b>	<b>Cesiones FF</b>	<b>Otras</b>	<b>Saldo libre</b>
105.331	5.116	42.585	57.630

Fuente: AE y CARE

CARE confeccionó el cuadro anterior en base a la información proporcionada en el Prospecto, incluso la conversión a UI. En cuanto a las cesiones por ambos fideicomisos, se tomó la información que se brinda en el Cuadro 4 para el año de mayor desembolso y se la llevó al promedio mensual para hacerla comparable. En conclusión, los créditos esperados del FONASA son más que suficientes para atender todos los compromisos asumidos; además, parte de esta operación se realiza para cancelar algunos de esos pasivos que, por otra parte, se reitera que vencen entre 2016 y 2018.

## La Institución

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 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 brindados por la institución y, en consecuencia, de su capacidad de mantenerse operativa. Al respecto, según deriva del método de análisis de CARE, se toman en cuenta, además del análisis de la garantía que es lo más relevante, los últimos ejercicios finalizados y auditados, el último de los cuales cerró el 30 de setiembre de 2016. No obstante se consideran también la calidad asistencial y la estructura organizacional.

En cuanto a la calidad asistencial se asume que no ofrece dificultades significativas en tanto la Institución es supervisada por el regulador de la calidad del sistema (el MSP). Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. A título de ejemplo importa destacar que la JUNASA controla el cumplimiento de las metas según compromiso asumido en la Cláusula Vigésimo Octava del Contrato de Gestión que suscribieran los

prestadores que integran el Sistema Integrado de Salud. En esta oportunidad, la institución presenta sendas resoluciones dictadas por la JUNASA, dando cuenta del cumplimiento de las Metas Asistenciales nos.1 y 2, la primera de ellas en forma parcial, por el cuarto trimestre de 2016 y meta 4 correspondiente al segundo semestre del mismo año.

## 1. Análisis económico financiero histórico

La información utilizada fue la que surge de los Estados Contables auditados, tomándose en este caso la correspondiente a los dos últimos ejercicios, dado que se presentan a moneda del último ejercicio ajustándose el anterior para hacerlo comparable. Cabe mencionar que la firma auditora realizó algunas observaciones a determinados criterios contables utilizados por AE. CARE entiende, fundamentalmente por las razones expuestas a continuación, que las mismas no alteran el análisis y las conclusiones que acá se exponen.

En términos generales corresponde señalar, una vez más, que no es este el aspecto más relevante en la nota asignada a la emisión por cuanto la misma deriva de la garantía otorgada por el Estado. Se trata entonces de, básicamente, hacer un seguimiento de la marcha de la institución en tanto su capacidad de mantenerse operativa y generar de esa forma los aportes del Fonasa fideicomitidos. Incluso, tampoco este aspecto se considera determinante para que una IAMC se mantenga operativa, en la medida que su gestión se encuadre en términos razonables de sustentabilidad. No hay que olvidar, tal como se describe en el Anexo: "Información Sectorial", que una IAMC es una pieza fundamental de un sistema fuertemente regulado por el Estado y por tanto funcional al mismo.

### Análisis de Rentabilidad

En el cuadro siguiente se han resumido a los solos efectos informativos los datos en millones de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los dos últimos ejercicios económicos completos, a valores constantes del 30 de setiembre de 2016.

<b>CUADRO 6. Estados de resultados resumidos</b>		
<b>(millones de \$)</b>	<b>30/9/16</b>	<b>30/9/15</b>
Ingresos operativos	7.348	6.904
Costo bienes y servicios	(6.529)	(6.336)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>819</b>	<b>568</b>
Gastos de Adm y Ventas	(1.098)	(1.003)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(279)</b>	<b>(434)</b>
Resultados Diversos	(80)	(48)
Resultados Financieros	85	145
<b>Resultado Neto</b>	<b>(275)</b>	<b>(338)</b>
Resultado Bruto/Ingresos	11,15%	8,23%
Gastos Adm y Ventas/Ingresos	-14,94%	-14,53%
Resultado Operativo/Ingresos	-3,80%	-6,29%
Resultado Neto/Ingresos	-3,74%	-4,90%

Nota: montos expresados a valores de setiembre de 2016

Fuente: CARE en base a información AE

En la sección final del cuadro precedente se establece una relación de resultados con los ingresos operativos de cada ejercicio. Puede comprobarse que, en general, los distintos indicadores muestran una mejora relativa de la performance de la institución respecto al año anterior; aunque persisten los resultados operativos deficitarios.

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 ha logrado revertir esta situación; en las proyecciones presentadas anteriormente y aún no modificadas, estima que eso ocurriría recién en el ejercicio 2019/2020

## Análisis de Solvencia

Se reitera que CARE realiza este análisis en base a los dos últimos EE.CC auditados, en este caso, el último considerado es el ejercicio cerrado en setiembre de 2016 y su comparativo, en moneda constante, a setiembre de 2015.

A continuación se exponen resumidamente las principales partidas del estado de situación patrimonial. El patrimonio contable sigue siendo positivo aunque menor al existente en el año anterior como consecuencia de un nuevo resultado deficitario.

<b>CUADRO 7: Estado de Situación</b>		
<b>(millones de \$)</b>	<b>30/9/16</b>	<b>30/9/15</b>
<b>Activo</b>	<b>5.380</b>	<b>5.193</b>
Activo Corriente	809	675
Activo no Corriente	4.570	4.518
<b>Pasivo</b>	<b>4.736</b>	<b>4.275</b>
Pasivo Corriente	2.911	2.956
Pasivo no Corriente	1.825	1.319
<b>Patrimonio</b>	<b>644</b>	<b>919</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5.380</b>	<b>5.193</b>
<b>Razón Corriente</b>	<b>0,28</b>	<b>0,23</b>

Fuente: EE.CC AE auditados

## 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 2016 arroja un índice de 0.28, relativamente mejor que el del año anterior aunque sigue siendo muy pobre.

## 2. Proyecciones

La institución no presenta en esta oportunidad nuevas proyecciones por lo que se mantienen y reiteran las ya presentadas en ocasión del lanzamiento de la segunda operación y que integraron el análisis de la anterior actualización.

Como fuera dicho, estas proyecciones fueron elaboradas por la Oficina de Gestión Estratégica de la AE, a cargo de CPA Ferrere y la institución se compromete ante los Ministerios respectivos, a informar durante 24 meses y en forma trimestral el cumplimiento de las iniciativas establecidas en el Plan Estratégico. AE presentó último informe remitido al MEF, a julio de 2016 (plan de iniciativas cuantitativo y cualitativo)

Las proyecciones, tanto de resultados económicos como de flujos financieros se sustentan en una serie de supuestos difíciles de controvertir pero que a priori lucieron razonables; en particular en lo que refiere al número de socios.

Efectivamente, la proyección de socios se calculó sobre el crecimiento real del año anterior al que fueron realizadas y supuso una estabilización en torno a los 186 mil afiliados. Actualmente, el nivel de afiliados ha superado esa cifra (ver Cuadro 10).

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

<b>CUADRO 8: EE.RR proyectados a setiembre de cada año</b>				
<b>(millones de \$)</b>	<b>2015</b>	<b>2020</b>	<b>2025</b>	<b>2032</b>
Ingresos Operativos	6.066	9.125	13.820	20.970
Costo Servicios Prestados	(5.570)	(8.006)	(12.030)	(18.397)
<b>Resultado Bruto</b>	<b>496</b>	<b>1.119</b>	<b>1.790</b>	<b>2.573</b>
Gastos Administración y Vtas	(830)	(1.026)	(1.651)	(2.456)
<b>Resultados Operativos</b>	<b>(333)</b>	<b>93</b>	<b>139</b>	<b>117</b>
Resultados Diversos	(4)	(17)	5	(12)
Resultados Financieros	(112)	(2)	128	300
<b>Resultados del Ejercicio</b>	<b>(449)</b>	<b>75</b>	<b>273</b>	<b>405</b>
<b>Res Ejer/Ing Operativos</b>	<b>-7,40%</b>	<b>0,82%</b>	<b>1,98%</b>	<b>1,93%</b>

Fuente: AE

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

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

<b>CUADRO 9 Flujos de Fondos resumido</b>				
<b>(% sobre Ings. Operativos)</b>	<b>2015</b>	<b>2020</b>	<b>2025</b>	<b>2032</b>
Flujo Operativo Neto	-3,22%	4,82%	4,04%	4,91%
Flujo no Operativo	3,33%	4,51%	3,95%	3,52%
Flujo de Inversiones	-4,22%	-5,18%	-5,17%	-7,48%
Flujo de Financiamiento	3,11%	-3,14%	-1,71%	-0,56%
Flujo neto final	-0,96%	0,03%	0,30%	0,22%
saldo caja sobre ingresos	0,32%	1,52%	1,44%	1,78%

Fuente: AE

Uno de los supuestos clave es el número de afiliados. En ese sentido, AE informa que la última proyección presentada se hizo en base a un padrón estabilizado en torno a los 186 mil afiliados. Este nivel ya se ha alcanzado y superado desde el año 2015 según se puede ver en el cuadro siguiente.

<b>CUADRO 10: padrón social, evolución</b>			
fecha	cantidad	fecha	cantidad
Set. 2012	187.193	Mar. 2015	188.248
Mar. 2013	188.836	Set. 2015	186.669
Set. 2013	187.087	Mar. 2016	189.898
Mar. 2014	188.684	Oct. 2016	190.446
Set. 2014	187.512	feb.2017	189.834

Fuente: AE

En definitiva, proyectar resultados y flujos es un ejercicio dinámico sujeto a constante revisión en base a la realidad y a los ajustes que las autoridades de la institución se ven obligadas a aplicar por lo que no se pueden sacar conclusiones definitivas. No obstante se destaca una vez más la herramienta de gestión que supone la generación de tanta información que posibilita, más allá de los aciertos o no, realizar tales proyecciones.

### **A modo de sensibilización**

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

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

### 3. Fondo de Garantía IAMC

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

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

<b>CUADRO 11: Flujo Garantizado por Fondo IAMC ( miles de UI)</b>				
<b>Fideicomiso</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
AESP II	21.265	21.265	21.265	21.265
AESP I	30.092	30.092	30.092	30.092
Nuevo Casmu	41.132	41.132	41.132	41.132
Casmu II, S 1	27.471	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.545	10.360	10.176	10.200
Casmu III	4.500	7.367	8.323	8.323
C de Galicia	17.437	16.896	16.355	15.813
<b>Totales</b>	<b>152.442</b>	<b>154.583</b>	<b>154.814</b>	<b>154.296</b>

Fuente: CARE en base EE.CC de los Fideicomisos y RAFISA

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantizados cumpliera con sus obligaciones para con los tenedores de los títulos, en ningún caso, los fondos necesarios que debería aportar el Fondo de Garantía supera el tope habilitado por ley para su reposición. Por otra parte, se recuerda que el Fondo cuenta con un saldo de UI 192 millones.

Otra forma de analizar la solvencia del Fondo es teniendo en cuenta no ya los compromisos de pago de los títulos (amortización e intereses) sino las cuotas FONASA fideicomitidas por cada uno de los fideicomisos garantizados, obviamente se trata de una cifra mayor ya que además de rescatar los títulos emitidos deben pagar todos los gastos inherentes a cada operación. Esto se puede apreciar en el cuadro siguiente.

**CUADRO 12: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones**

Año	Ingresos		Egresos							Saldo	
	F. IAMC	Eventual	CAS D	CAS II	N. CAS	CAS III	C. GALICIA	ASESP	ASESP II	pago total	IAMC
2016	192.000										192.000
2017		162.000	10.200	36.000	42.000	5.280	20.400	36.000	25.398	175.278	178.722
2018		162.000	10.200	36.000	42.000	8.115	20.400	36.000	25.398	178.113	162.609
2019		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400	36.000	25.398	179.058	145.551
2020		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400	36.000	25.398	179.058	128.493
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	115.035
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	101.577
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	88.120
2024		162.000	7.650	36.000	38.400	9.060	16.800	36.000	25.398	169.308	80.812
2025		162.000	-	36.000	16.000	9.060	16.800	36.000	25.398	139.258	103.554
2026		162.000	-	36.000	-	9.060	16.800	36.000	25.398	123.258	142.296
2027		147.162	-	36.000	-	9.060	-	27.000	25.398	97.458	192.000
2028				34.458		9.060			25.398	34.458	192.000
2029				34.458		9.060			25.398	34.458	192.000
2030				34.458		9.060			25.398	34.458	192.000
2031		23.281							23.281	23.281	192.000

Fuente: CARE en base RAFISA

<sup>7</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

Se desprende del cuadro precedente que, aún en la hipótesis que todos los fideicomisos dejaran de pagar simultáneamente (por no recibir las cesiones FONASA) y por un tiempo prolongado (situación inverosímil), el Fondo igualmente podría hacerse cargo de los compromisos garantizados.

#### Riesgos considerados <sup>7</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 visibles, en la medida que la Institución siga en marcha. *Riesgo muy bajo.*

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

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

## V. EL ENTORNO

### 1. Introducción

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

En este sentido el análisis de entorno se detiene en los factores que pueden evidenciar tensiones en el sistema: gasto público asociado, cobertura, endeudamiento institucional, precios relativos entre los administrados del sector salud y los restantes de la economía (Véase en Anexo 2). En efecto el gasto público es imprescindible para transferir lo pertinente a las instituciones, y las fijaciones administrativas de precios relevantes deben monitorearse para verificar que recojan los costos asociados. Finalmente el endeudamiento bancario podría evidenciar una alarma sobre desajustes en el sistema, desde fijaciones de precios que no sigan a los costos.

### 2. Discusión de los riesgos más relevantes

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

En este sentido, es importante analizar el resultado económico del mismo, que si bien en su diseño se sabía deficitario, la brecha entre ingresos y egresos es creciente y de no alcanzarse una relativa estabilidad puede generar reacciones políticas desfavorables.

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

Todos estos aspectos se cuantifican en el Anexo 2 "Información sectorial".



**Riesgo Precios Relativos.** Este indicador no reviste grados de deterioro relevantes. Después de una reducción de la relación cuota/salarios en el período 2005-2009, se estabilizó la relación de precios con la implementación de la cuota salud. El establecimiento de este precio administrado introduce los incrementos de costos en una paramétrica que después es negociada con el Poder Ejecutivo. El crecimiento de este precio administrado en exceso haría que las pérdidas presionaran en los aportes del gobierno a la seguridad social. Si el precio administrado no reflejara el aumento de costos, esto se evidenciaría en un mayor endeudamiento del sistema con los RRHH sectoriales, con los proveedores y/o con el sistema financiero. En este sentido, la metodología con la cual recaba el MSP la información sobre el sector salud en Uruguay no permite estimar con precisión cuál es el grado de desajuste entre ingresos y egresos del sistema. Esto es así debido a que cuando se confecciona el gasto en salud, se estima su financiamiento y no se contempla el rubro endeudamiento. El rubro de financiamiento que podría estar sobredimensionado es el componente de “financiamiento de hogares”. Este rubro contiene todo gasto realizado por los hogares, sea por pagos y copagos a las IAMC, a las emergencias móviles, a los seguros privados, etc. También oficia (en la metodología utilizada por el MSP) como rubro residual para que cierre el gasto con el financiamiento. Este indicador podría ser de gran utilidad para anticipar una eventual crisis en el sector salud. *Riesgo medio.*

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

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

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

## 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>8</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.*

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

<sup>8</sup> CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)

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

**Anexo 1**  
**Información sectorial**

## ***Anexo: Información sectorial***

## 1. Introducción

La información sectorial que se presenta tiene una relevancia menor para la calificación de riesgo por cuanto, es la garantía del Estado la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante y por ser un sector muy dependiente de disposiciones de política pública, CARE realiza en ocasión a cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el sector salud. El sector no reviste, en general, cambios significativos en los meses que separan cada una de las actualizaciones, pero si corresponde observar las grandes tendencias que hacen sustentable al sistema. Estas son:

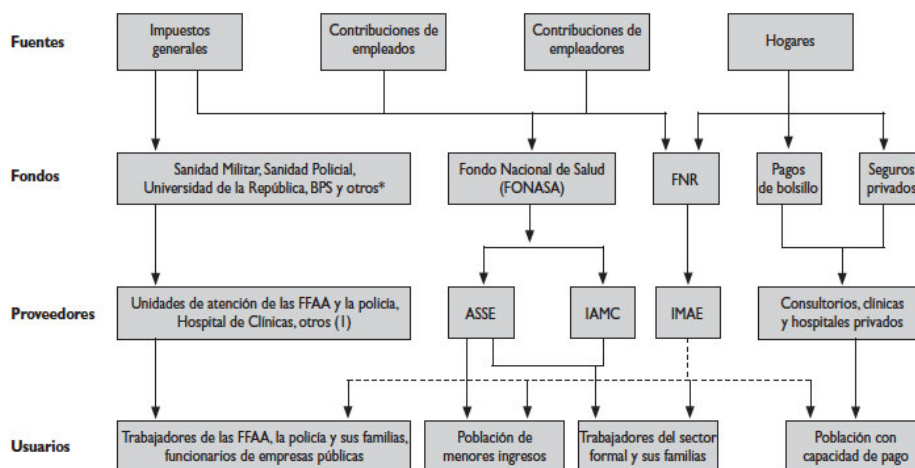
- Endeudamiento de las instituciones (Gráfica 5)
- Valores y precios relativos entre ingresos y costos (Gráficas 6 y 7)
- Financiación del desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA (Cuadro 6).

### 1.1 Descripción General.

El sistema de salud uruguayo contiene un ecosistema normativo e institucional denso y complejo. A su vez, tiene dos grandes fuentes de financiamiento: pública y privada. Las fuentes públicas incluyen las contribuciones obligatorias de los trabajadores y empresas del sector formal de la economía, las contribuciones obligatorias de los trabajadores del sector público y los impuestos generales. Estos recursos se reúnen en el Fondo Nacional de Salud (FONASA). El Fondo Nacional de Recursos (FNR) asegura la cobertura de las intervenciones más costosas, financiando las intervenciones de alta complejidad tecnológica. Existen otros fondos que cubren coberturas costosas a grupos de funcionarios (fuerzas armadas y policías). La fuente de financiamiento privada se denomina “cuenta hogares”, la que se compone del “gasto de bolsillo” y los seguros privados (Ver imagen).

El principal proveedor de servicios de salud son las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 56% de los uruguayos (aproximadamente), los beneficiarios de la seguridad social. La mayoría de estas instituciones cuentan con unidades de atención propias. El sector privado cuenta también con los llamados Seguros Privados, que son empresas privadas que brindan atención a cambio del pago de primas cuyo monto depende del nivel de riesgo de los asegurados. Estos seguros cubren alrededor del 2% de la población. En este sector se incluyen también clínicas y hospitales privados que se financian con “pagos de bolsillo” y pagos de los seguros privados. Los proveedores públicos incluyen a la red de hospitales públicos que están agrupados en la Administración de Servicios de Salud del Estado (ASSE), el Hospital Universitario (Universidad de la República), las unidades de atención de las fuerzas armadas y policiales, y las unidades de atención primaria de los municipios. La ASSE y el Hospital Universitario dan cobertura a 37% (aproximadamente) de la población y las unidades de las fuerzas armadas al 5%. La ASSE y las IAMC reciben del FONASA pagos per cápita de acuerdo con el riesgo de la población cubierta y las metas asistenciales establecidas por el Ministerio de Salud Pública. A cambio de esto se comprometen a ofrecer atención integral a los usuarios. Los otros prestadores públicos reciben sus recursos de leyes específicas.

El Ministerio de Salud Pública, órgano rector de la política de salud, también asegura con recursos del estado la salud de la población indigente.



Transcurridos 8 años y medio aproximadamente desde el inicio de las modificaciones normativas más importantes del Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS), y varios ejercicios de experiencia en los procesos de reestructura empresarial asistida con financiamiento público garantizado por el Estado de mutualistas de significación relevante y sustentabilidad económica comprometida, el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones, ha venido incorporando algunas novedades.

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

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

La información pública disponible para la evaluación de los resultados asistenciales y económicos del modelo de salud no es completa. Por este motivo, CARE utiliza fuentes de información indirecta que, a través del monitoreo semestral y al seguimiento sistemático, brindan de alguna forma, información relevante para el análisis sectorial capaces de generar alertas tempranas de un desajuste estructural prolongado en el tiempo.

En este contexto, CARE ha puesto particular atención en la evolución de los ajustes que están implementando las instituciones cuyas emisiones se califican. Ellos serán determinantes para evaluar la oportunidad y eficacia de la acomodación de las empresas a un entorno en el cual se le va haciendo difícil al Estado la asistencia frente a la eventual persistencia de déficits vía incremento del gasto público. En este sentido cabe destacar, que el ingreso masivo de afiliados a las instituciones privadas producto de la incorporación de pasivos al FONASA<sup>1</sup>, podría forzar al Sistema creado en 2008. Esto se debe a que el aumento del gasto público en salud se da en momentos en que la economía atraviesa por un nuevo ciclo económico que se caracterizará por una tasa

<sup>1</sup> Este hecho será profundizado 4.2.

de crecimiento inferior a la de la tendencia de largo plazo. Esta coyuntura presiona en varios sentidos. Por un lado, el aumento del desempleo reduce el monto de aportes dinerarios al sistema, por otro lado el crecimiento del gasto en salud es rígido a la baja y por último, el Estado en toda su dimensión tendrá presiones políticas para asistir ante dificultades económicas, financieras y de empleo a varios sectores de la economía además del de la salud. La instrumentación de la Ley 19.210 (Acceso de la población a servicios financieros y promoción del uso de medios de pago electrónicos), generará una externalidad positiva para las finanzas del Sistema, en el entendido de que la informalidad del mercado laboral, seguramente se verá reducida.

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

En este sentido el análisis de entorno se detiene en los factores que pueden evidenciar tensiones en el sistema: gasto público asociado, cobertura, endeudamiento institucional, precios relativos entre los administrados del sector salud y los restantes de la economía. En efecto, el gasto público es imprescindible para transferir lo pertinente a las instituciones, y las fijaciones administrativas de precios relevantes deben monitorearse para verificar que recojan los costos asociados. Finalmente el endeudamiento del sistema podría evidenciar una alarma sobre desajustes en el sistema, desde fijaciones de precios que no siguieran a los costos. El endeudamiento se puede gestar por: a) atrasos en las remuneraciones, b) atrasos en los pagos a proveedores y c) atrasos en el sector financiero formal. En los primeros 2 puntos, CARE no cuenta con información estadística de análisis. La única información que se analiza es la referente al endeudamiento con instituciones financieras, estadísticas generadas con buena periodicidad y con un mínimo atraso por el BCU.

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

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

El financiamiento del seguro es a través de aportes patronales del 5% sobre las retribuciones y en el caso de los trabajadores de 3% para quienes perciben menos ingresos<sup>2</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.

---

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

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. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
  - Decretos Nº 190/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
  - Decreto del 255/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
  - Decreto del 384/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2015.
  - Decreto del 258/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a julio del 2015.
  - Decreto del 378/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2016.
  - Decreto Nº 214/016 del 11 de julio de 2016
  - Decreto Nº 574/016 del 30 de diciembre de 2016

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

#### **Cobertura**

Según informa el INE, el 98,5% 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<sup>4</sup> privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.

---

<sup>3</sup> Para la confección de la actualización del Entorno del Sector Salud se recopiló información estadística comprendida en "Cuentas Nacionales de Salud 2009 – 2012", Rendición de Cuentas de la JUNASA para el año 2015.

<sup>4</sup> Institutos de Medicina Altamente Especializada.



Cuadro 1. Población urbana, por atención de la salud, según grandes áreas y grupos de la población						
	Total	Sin asistencia	MSP	Mutualista &EM	Otro	
<b>Total</b>	100	1,5	28	59,4	11,1	
<b>Menores de 14 años</b>	100	0,9	36	56,3	6,7	
<b>Inactivos</b>	100	2,2	39,1	50,1	8,8	
<b>Ocupados</b>	100	3	24	66	7	
<b>Desocupados</b>	100	12,1	52,5	27,9	7,6	
<b>Montevideo</b>	100	1,6	16,5	68	13,9	
<b>Menores de 14 años</b>	100	0,8	25,8	62,9	10,5	
<b>Inactivos</b>	100	2,3	24,7	61,9	11,1	
<b>Ocupados</b>	100	2,8	14,2	73,4	9,6	
<b>Desocupados</b>	100	13,8	38,9	38	9,3	
<b>Interior</b>	100	1,4	53,6	35,6	9,4	
<b>Menores de 14 años</b>	100	1	41,5	52,8	4,7	
<b>Inactivos</b>	100	2,1	48,2	42,7	7	
<b>Ocupados</b>	100	3,1	31,4	60,4	5,1	
<b>Desocupados</b>	100	10,8	63,2	19,9	6,2	

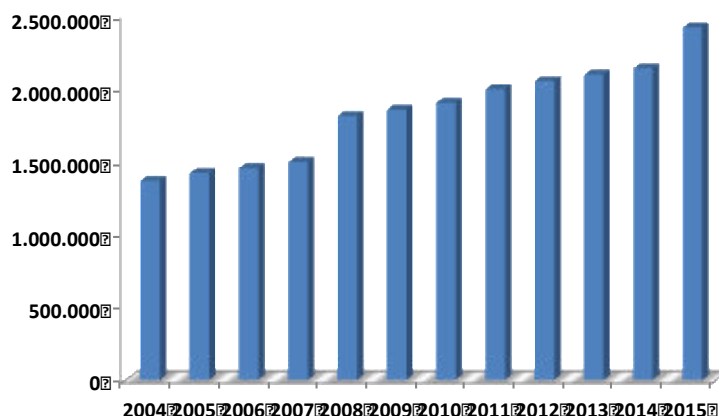
\*EM=Emergencia Médica

Fuente. CARE en base a MSP e INE

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

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

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



Fuente: CARE en base a información del MSP.

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

Otra alternativa metodológica utilizada para inferir el porcentaje de la población que tiene algún tipo de asistencia de salud es a través de la información de la Encuesta Continua de Hogares y/o del Anuario Estadístico del INE. De ella se extrae

que el 60,5% de la población se atiende en alguna IAMC y el 30,5% se atiende en ASSE (ver Cuadro 2).

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

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

<b>Cuadro 3. Distribución del Nº de afiliados FONASA</b>	
Instituciones privadas Interior	1.133.179
Instituciones privadas Montevideo	775.238
ASSE	443.811
Seguros privados	60.487
<b>Total</b>	<b>2.412.715</b>

Fuente: CARE en base a información del MSP a diciembre de 2015.

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

## **Financiamiento**

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

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

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

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

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

## **4. El mercado de la salud en Uruguay**

Como se describió anteriormente, en el mercado de la salud en Uruguay interactúan diversos agentes. Por un lado están los demandantes de servicios o consumidores, que es 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 de que el 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 gasto que implican los dos componentes antes mencionados. 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.

#### 4.1. Gasto en salud

Debe atenderse la evolución creciente que ha tenido el gasto en salud en Uruguay en los últimos 10 años (Ver Cuadro 4).

Cuadro 4. Gasto en Salud*			
Año	Gasto en Salud/PBI	Gasto en Salud Millones de dólares	Gasto per cápita (dólares)
2004	8,7%	1.160	351
2005	8,2%	1.426	431
2006	8,3%	1.606	485
2007	8,0%	1.864	561
2008	7,9%	2.410	723
2009	9,0%	2.715	812
2010	8,8%	3.410	1.016
2011	8,5%	4.160	1.235
2012	9,0%	4.454	1.318
2013	8,8%	5.067	1.473
2014**	8,8%	5.067	1.467
2015**	8,8%	5.109	1.532

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

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

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

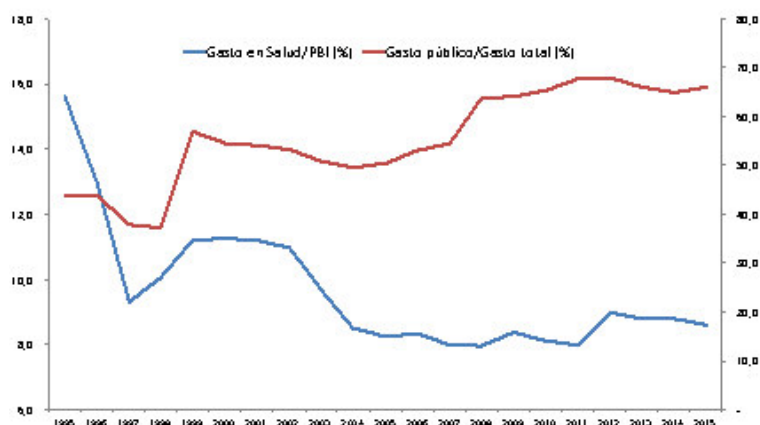
En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional (ver Cuadro 5).

Cuadro 5. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI	Año 2014
EEUU	17,2
SUIZA	11,7
ALEMANIA	11,3
CANADÁ	10,5
FRANCIA	11,5
ESPAÑA	9,2
URUGUAY	8,6
JAPÓN	10,2
CHILE	7,8
ARGENTINA	4,8
MÉXICO	6,3
COLOMBIA	7,2
PERÚ	5,5

Fuente: Banco Mundial

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

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



Fuente: CARE en base a información del MSP.

#### 4.2. Evolución de las fuentes de Financiamiento

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

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

El Sistema de Salud se financia con fondos públicos y con fondos privados<sup>5</sup>. Las fuentes de financiamiento públicas se componen de impuestos generales y departamentales, ingresos de las empresas públicas mediante los precios que cobran por la provisión de servicios y contribuyentes a la seguridad social. En los últimos años, producto de la reforma del 2008, el financiamiento público representa dos tercios del gasto total, aumentando el financiamiento a través de la seguridad social, en particular por el FONASA (representando alrededor del 75% de la fuente de financiamiento de la Salud a través de la Seguridad Social). El financiamiento privado de los hogares se realiza a través del gasto directo en Salud que hacen las personas (estos denominan financiamiento de “Prepago” y “Gastos de Bolsillo”).

Dentro del financiamiento del sector público para la realización de servicios de salud se destacan las contribuciones a la seguridad social, que participan aproximadamente en un 60%. A su vez, ese 60% se subdivide en contribuciones del

<sup>5</sup> También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

empleador, del empleado, de pasivos y de transferencias del gobierno a la seguridad social. Otro cambio que se evidenció en el período que caracterizó la post reforma fue la mayor contribución del empleado y al mismo tiempo, una disminución de la transferencia del gobierno a la seguridad social. Según el último dato publicado por el MSP, el aporte del empleado se situaba en el entorno del 43% y la contribución del gobierno a la Seguridad Social se situaba en valores del 14%. Como contraste, en el año 2006 la contribución del empleado se situaba en 18,6% y la contribución del gobierno era del 26%.

El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El Cuadro 6 describe la evolución de las transferencias de Rentas Generales requeridas para cerrar la brecha de ingresos y egresos. Destaca el incremento que han manifestado los últimos tres años, tanto en términos de su magnitud real como en términos de su porcentaje respecto al conjunto de egresos del FONASA.

A la fecha no se cuenta con información cerrada del año próximo pasado, no obstante a noviembre de 2016 el déficit ascendía a 14 mil millones de pesos aproximadamente (10% del Gasto de Salud aproximadamente). Significa un aumento del 38% en términos reales de la parte del sistema de salud que es cubierta por Rentas Generales. Si bien este desfase está previsto en la Ley, es aconsejable monitorearlo semestralmente.

Cuadro 6. Transferencias de Rentas Generales al FONASA y Egresos Totales a precios constantes 2008. Millones de pesos										
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Transferencias	896	472	1.002	538	449	1.025	2.443	4.217	5.609	6.058
Egresos	7.820	8.288	14.134	16.307	18.360	20.523	26.250	30.766	34.473	38.889
%s/Egresos	11%	6%	7%	3%	2%	5%	9%	14%	16%	16%

Fuente: Departamento de Regulaciones Económicas. Área de Economía de la Salud. DIGESNIS.

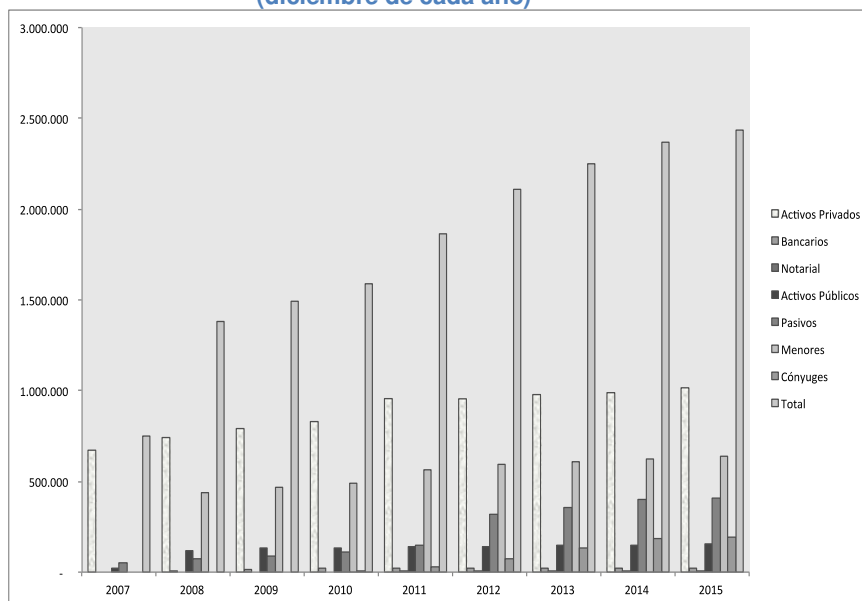
En base a información de BPS y a serie del IPC publicada por el INE

\* datos estimados

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

<sup>6</sup> Ver Cuentas Nacionales de Salud 2009-2012.

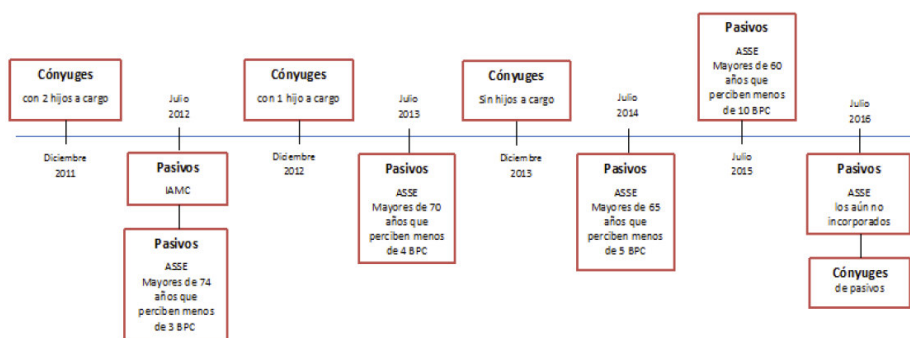
**Gráfica 3. Población afiliada al Seguro Nacional de Salud.  
(diciembre de cada año)**



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

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

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



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

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

Estas estimaciones dieron como resultado que el déficit del FONASA para el año 2013 significó el 0,53% del PBI, representó aproximadamente el 16% del déficit acumulado del Sector Público y el 9,3% del Gasto Público en Salud. Este déficit

representa una cifra considerable y probablemente creciente aunque no reviste (a priori) una magnitud relevante. Este contexto podría acentuarse de verificarse una persistencia en el tiempo del shock económico negativo actual debido a que el ingreso del Sistema se reduciría en función de la caída del empleo, mientras que los gastos serían crecientes tanto por eventuales aumentos del salario en la rama Salud como en lo que respecta a los nuevos contingentes de beneficiarios FONASA que podrían ingresar en el futuro.

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

Si bien los movimientos han aumentado en valores absolutos, en términos relativos se han mantenido en el entorno del 4% (Ver Cuadro 7).

<b>Cuadro 7. Evolución del número de habilitados y cantidad de movimientos.</b>			
<b>Período</b>	<b>Habilitados</b>	<b>Movimientos</b>	<b>Mov/Hab</b>
<b>Febrero 2009</b>	272.691	20.213	7,4%
<b>Febrero 2010</b>	338.814	22.504	6,6%
<b>Febrero 2011</b>	839.073	53.651	6,4%
<b>Febrero 2012</b>	1.063.632	49.367	4,6%
<b>Febrero 2013</b>	1.194.048	52.134	4,4%
<b>Febrero 2014</b>	1.350.473	55.364	4,1%
<b>Febrero 2015</b>	1.526.872	62.032	4,1%
<b>Febrero 2016</b>	1.606.482	63.130	3,9%
<b>Febrero 2017</b>	1.621.581	54.921	3,4%

Fuente: BPS

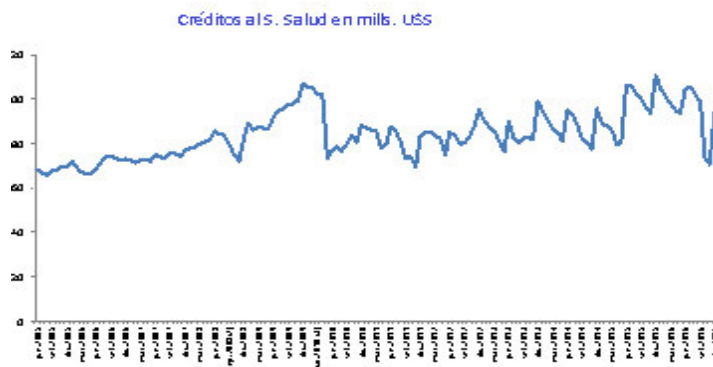
En lo que respecta al financiamiento de la salud a través del sistema financiero, resulta especialmente pertinente considerar el endeudamiento bancario que tiene el sector. En base a dicha consideración, en este sentido y como se comentó párrafos arriba, se introdujo el seguimiento del endeudamiento sectorial en el sistema bancario reportado por el BCU.

Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: “Actividades de hospitales”, “Actividades de médicos” y “Otras actividades relacionadas con la salud humana”<sup>7</sup>. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario consolidado y los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.

Este endeudamiento se encuentra estable según se describe en la gráfica 5. No obstante lo anterior, es importante destacar que el endeudamiento bancario tiene una baja representación en el endeudamiento sectorial (según se desprende de los balances de las IAMC). Igualmente es importante realizar un monitoreo periódico ya que podría ser un indicador que brinde señales de alerta sectoriales. Otros dos fuentes de endeudamiento que podrían impactar en la solvencia del sistema serían: el endeudamiento con proveedores (básicamente Laboratorios) y dilaciones en el pago de retribuciones a los Recursos Humanos de las instituciones.

<sup>7</sup> Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

**Gráfica 5. Endeudamiento del sector salud**



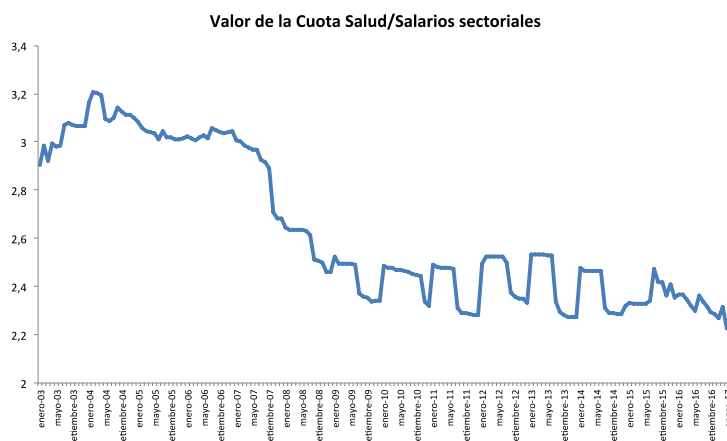
Fuente: elaborado por CARE en base a datos del BCU

### 4.3. Precios relativos

Los principales precios del Mercado de la Salud corresponden a los referentes a los que impactan en los ingresos y los que impactan en los costos. Por ese motivo, CARE realiza un seguimiento de los precios relativos (precios que inciden en el ingreso/precios que inciden en los costos). En lo que refiere a los ingresos, el precio más relevante del Sistema es la cuota “salud<sup>8</sup>”. En lo que refiere a los precios que inciden en los costos, los precios más relevantes son: (a) el precio del factor trabajo (salario “sectorial”) y (b) el precio de medicamentos e insumos médicos. Según detalla el Informe de Cuentas Nacionales de Salud (MSP-OPS/OMS), “la remuneración de los empleados” representa el 55% de los costos de los “prestadores de salud”, “otros suministros y servicios” representa el 25% y “medicamentos” representa el 13,5%.

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

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



<sup>8</sup> Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.



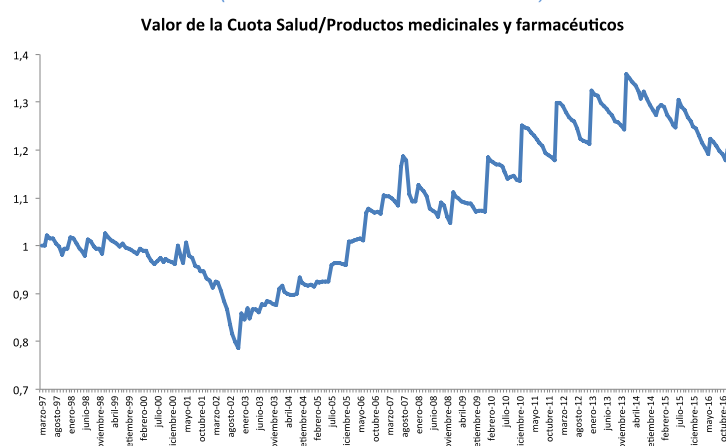
Fuente: CARE en base a información del INE

Se observa cómo los salarios aumentaron más que la cuota en el pasado reciente, estabilizándose a partir del 2009 (Gráfica 6) mientras que los insumos han disminuido su participación (Gráfica 7). 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 es la determinante para mantener equilibrado al sistema. Vale la pena aclarar que este análisis no captura la eventual ganancia de productividad de la mano de obra producto del avance técnico en los procesos de gestión y producción de los servicios de salud.

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

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

*(Cuota/Productos medicinales).*



Fuente: CARE en base a información del INE

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