

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

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

Montevideo, diciembre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I INTRODUCCIÓN
11	II LOS TITULOS DE DEUDA
15	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE
23	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
	ANEXO I INFORME JURIDICO
	ANEXO II INFORMACION SECTORIAL

**Calificación de la emisión de títulos representativos de deuda a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia II
09-12-2019**

Títulos representativos:	de deuda escriturales de oferta pública por hasta UI 240.000.000.
Plazo:	20 años a contar desde el primer pago de intereses.
Activo Fideicomitado:	Flujo de fondos provenientes de los créditos de Casa de Galicia contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
Emisor:	República Afisa
Fideicomitente:	Casa de Galicia
Amortización Capital:	Una vez finalizado el plazo de gracia de 24 meses, en 216 cuotas mensuales según cronograma que se explicita en este informe.
Intereses:	Pago mensual de intereses, a partir del mes siguiente al de la fecha de emisión.
Tasa:	a determinar en el Prospecto de Emisión. Tasa máxima, 5% anual.
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
Fiduciario:	República Afisa
Entidad Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	República Afisa
Vigencia de la calificación:	30 de abril 2020 ¹
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A (uy)
Manual:	Manual de Calificación de finanzas estructurados administrados por terceros

¹. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Resumen General

CARE ha calificado los títulos representativos de deuda a ser emitidos a partir del denominado "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia II" con la calificación A (uy).

- La emisión de estos títulos integra un proceso cuyos pasos anteriores fueron relevantes para conferir la nota. Dicho proceso comienza en diciembre de 2012 con la aprobación de una operación análoga a esta.
- Mediante resoluciones 349 y 350 de fecha 02/07/2019, el Ministerio de Salud Pública y el Ministerio de Economía y Finanzas aprobaron un nuevo Plan de Reestructuración de parte de Casa de Galicia (CG) a efectos de asegurar la continuidad del proceso de reestructuración oportunamente aprobado.
- Para ello, se crea este fideicomiso financiero que emitirá títulos de deuda por hasta UI 240 millones con la finalidad de obtener fondos para (i) cancelación de pasivos financieros y comerciales que permitan el fortalecimiento de la estructura financiera de Casa de Galicia así como (ii) inversión en sistemas y tecnologías de la información para la mejora de la gestión e inversiones en mejoras y equipamiento y (iii) recomposición de caja y capital de trabajo de la Institución, todo de acuerdo a las resoluciones de los Ministerios ya referidas en el párrafo anterior.
- Casa de Galicia (o el Fideicomitente) cede y transfiere a la Fiduciaria (RAFISA) sin recurso, y para su incorporación al patrimonio del Fideicomiso, libre de obligaciones y gravámenes, los Créditos por UI 455.700.000 (Anexo 2 del CF) que correspondan percibir del FONASA desde la fecha de la notificación al BPS y/o JUNASA, en las condiciones establecidas en el CF, así como los derechos y acciones que pueda tener derivadas de la Garantía que accede a dichos créditos
- El elemento sustantivo de la calificación es la garantía del Estado no solo en su monto, su definición política (al aprobar esta operación ratifica su apoyo a la institución), sino en el modo que se previó para hacerla eficaz en caso de incumplimiento.
- Desde el punto de vista jurídico, según se desprende del informe de Contingencias Jurídicas que acompaña esta calificación como Anexo 1 y que se resume en la Sección II de este informe, no se advierten riesgos.
- 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 sumada a la contragarantía exigida a CG, constituyen la fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico de CG, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades.
- Por lo tanto podría ponerse en duda la capacidad de la empresa de pagar los compromisos asumidos. Así lo entendió el gobierno al acompañar los bienes fideicomitados no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia.

- No obstante lo mencionado en el párrafo anterior, el análisis de suficiencia del flujo necesario (así como su garantía) para cubrir el repago de los títulos que se emitirán, sus intereses y demás gastos que demanden esta operación, resultó satisfactorio.
- El paso del tiempo sin que se hayan registrado inconvenientes en la ejecución del anterior fideicomiso, más allá de la situación económico financiera de la institución, avala las conclusiones expuestas

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los títulos de deuda pública a ser emitidos por el fiduciario del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia II por hasta UI 240.000.000 (unidades indexadas doscientos cuarenta millones) de valor nominal, provenientes de la securitización de un activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por Casa de Galicia² del Fondo Nacional de Salud³, con un plazo, en principio de 20 años, pero que puede extenderse hasta la cancelación total de los títulos con sus respectivos intereses, pero no mayor a 30 años, según las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso a ser firmado oportunamente. Asimismo los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información recibida, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio⁴.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado de los flujos, más concretamente la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista o beneficiario financiero es pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más una renta fija o variable, o un interés según corresponda⁵.

En este caso se trata de una emisión de oferta pública de títulos representativos de deuda escriturales por un monto de hasta UI 240.000.000, amortizables luego del período de gracia establecido en 24 meses desde la fecha de emisión, en que solo se pagarán intereses. La tasa de interés se fijará en el Prospecto de Emisión, con un máximo de 5 % anual. Vencido el período de gracia, comenzará la amortización de los títulos en 216 cuotas mensuales y consecutivas según detalle que se explicita más adelante. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18.439⁶, fideicomitado a su vez a República Afisa, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy.

². El fideicomitente, en adelante CG

³. En adelante FONASA

⁴. 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.

⁵. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas... Punto 3"

⁶. En adelante la Ley

El comité de calificación estuvo integrado en este caso por Martín Durán Martínez, y por Julio Preve. CARE contrató el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe acompaña a este como Anexo 1. La vigencia de esta calificación será hasta el 30/4/20 en el entendido que habrá de emitirse antes de fin de año de 2019⁷.

2. Antecedentes y características de la emisión

- De acuerdo con la ley N° 18.439 de fecha 22 de diciembre de 2008, modificada por el art 289 de la Ley N° 18.719 de fecha 27 de diciembre de 2010, y su decreto reglamentario N° 792/008 de fecha 26 de diciembre de 2008, compete al Ministerio de Salud Pública ("MSP") y al Ministerio de Economía y Finanzas ("MEF") la aprobación de los planes de reestructuración de pasivos que presenten las instituciones integrantes del Sistema Nacional Integrado de Salud, comprendidas en el artículo 11 de la Ley N° 18.211 de 5 de diciembre de 2007, con el fin de que dichas instituciones luego estructuren los mecanismos para poder obtener los recursos necesarios a los efectos de ejecutar los planes de reestructuración de pasivos que hayan sido oportunamente autorizados.
- Dichas normas fijaron un régimen por el cual se creó el Fondo de Garantía para la Reestructuración de Pasivos de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva comprendidas en el ámbito de la ley (en adelante, "Fondo de Garantía IAMC"), como un patrimonio de afectación independiente destinado a garantizar el repago del financiamiento que obtengan aquellas instituciones que presenten planes de reestructuración de todo o parte de su pasivo.
- El artículo 3° del decreto reglamentario N° 792/008 estableció que el Ministerio de Salud Pública puede autorizar a las instituciones comprendidas en el régimen de la Ley N° 18.439, con planes de reestructuración de pasivos debidamente aprobados, a participar como fideicomitentes en fideicomisos con los que se obtengan los fondos necesarios a los efectos de poder ejecutar dichos planes de reestructuración de pasivos.
- 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 (i) los fondos que integraban el Fondo de Garantía IAMC; (ii) los créditos del Fondo de Garantía IAMC contra rentas generales hasta alcanzar la suma de UI 192.000.000 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 de las garantías emitidas en cobertura del financiamiento obtenido por las instituciones que se acojan al régimen de la Ley N° 18.439; y (iii) 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.

⁷. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

- Con fecha 10 de agosto de 2012, las partes celebraron un primer contrato de fideicomiso financiero de oferta pública, denominado “Fideicomiso Financiero Casa de Galicia” por un monto de UI 150.000.000 con la finalidad de obtener financiamiento por parte del Fideicomitente para la ejecución del plan de reestructuración y en particular para la cancelación del préstamo tomado por Casa de Galicia durante el proceso de reestructuración así como la cancelación de los créditos de los acreedores del Concurso Civil Voluntario que aceptaron la oferta de cancelación y de los acreedores del Fideicomiso Galicia que cedieron sus créditos a Casa de Galicia. La emisión y colocación de los títulos de deuda del Fideicomiso se efectuó el 27 de diciembre de 2012. Este fideicomiso, también calificado por CARE con nota de grado inversor, se viene desarrollando según lo previsto.
- Conforme surge del Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso (CF), mediante resoluciones 349 y 350 de fecha 02/07/2019, el Ministerio de Salud Pública y el Ministerio de Economía y Finanzas aprobaron un nuevo Plan de Reestructuración de Pasivos del Fideicomitente habiendo quedado éste habilitado para implementarlo, por las que se autorizan entre otros a:
 - a) Tomar un préstamo bancario como forma de adelanto de fondos para reestructuración de su pasivo, que contó con la garantía del FF del Fondo de Garantía IAMC;
 - b) Constituir un fideicomiso de administración, el que fue suscrito con fecha 05 de julio de 2019 y se denominó “Fideicomiso de Administración Casa de Galicia I”, siendo la fiduciaria, República Negocios Fiduciarios Sociedad Anónima;
 - c) Constituir un fideicomiso financiero de oferta pública el que contará con la emisión de una garantía del FF del Fondo de Garantía IAMC.
- Por las resoluciones ya referidas en el párrafo que antecede, el MEF y el MSP autorizaron a República AFISA, en su calidad de fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, la utilización de parte de las garantías ya otorgadas a Casa de Galicia por el Fondo de Garantía IAMC, que a la fecha no se encuentran utilizadas, para garantizar los títulos de deuda a ser emitidos por un nuevo fideicomiso financiero de oferta pública, hasta un importe equivalente a UI 240.000.000 (unidades indexadas doscientos cuarenta millones) , a efectos de asegurar la continuidad del proceso de reestructuración oportunamente aprobado, previa constitución por parte de Casa de Galicia de determinadas contragarantías.
- El Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC se mantendrá vigente y válido hasta el momento en que se extingan todas las Garantías emitidas, se cancele en forma total el Certificado de Participación emitido por el Fiduciario y se cancelen todas las demás obligaciones derivadas del Contrato de Fideicomiso. Ese plazo, en ningún caso podrá exceder el plazo máximo de 30 años establecido en la Ley.

- En caso que, vencido el plazo de 30 años, aún existieran Garantías emitidas en beneficio de obligaciones aún no canceladas completamente, el Fideicomitente se obligó a constituir un nuevo fideicomiso financiero en los mismo términos que el actual, que tendrá por finalidad extender la cobertura de las Garantías (Cláusula 6.2 del Contrato del Fideicomiso)
- Por resoluciones del MEF y MSP N° 394 de fecha 02/12/2019 y N° 405 de fecha 06/12/2019 que se adjuntan como Anexo 7 del CF, se autorizó:
 - (a) La sustitución parcial de contragarantías a otorgar por parte de Casa de Galicia a favor del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC,
 - (b) La emisión de una garantía por hasta \$ 61.000.000 más intereses por hasta un máximo de 19 % anual, a los efectos de garantizar un préstamo bancario que permita adelantar parte de los fondos a obtener con la emisión del Fideicomiso.
 - (c) Que el Fideicomitente instruya al Fideicomiso que retenga de los montos obtenidos como consecuencia de la Oferta Pública de los Títulos de Deuda, la suma correspondiente para cancelar los adeudos con los acreedores que surjan como consecuencia del préstamo bancario referido.
- En función de lo anterior, queda definida la Garantía como *“la obligación que asume el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC de pagar los Títulos de Deuda en los términos de la fianza que suscribirá según el modelo previsto en el Anexo 5 del presente Contrato, una vez otorgadas las contragarantías por Casa de Galicia, todo conforme a la Resolución del MEF y del MSP que surge del Anexo 1 y Anexo 7 del Contrato.”*⁸
- Vinculado al tema de las garantías exigidas, se constituyó fianza del Fondo IAMC (Anexo 5 del CF)

3. Objeto de la calificación, información analizada y 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 fue la siguiente⁹:
 - Informe de Calificación del anterior fideicomiso de Casa de Galicia realizado por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
 - Contrato de Fideicomiso Financiero (CF) y su posterior modificación y anexos respectivos
 - Prospecto Informativo
 - Flujo de fondos de Casa de Galicia estimado

⁸.Se refiere al Contrato de Fideicomiso

⁹. Este informe se realizó, en algunos casos, en base a borradores por lo que CARE debe aún recibir documentación definitiva

- Resoluciones No. 349 y 350 del 2/7/19 (MEC/MSP)
- Resoluciones No. 394 del 2/12/19 (MEF) y No. 405 del 6/12/19 (MSP) referidas a las garantías exigidas.
- Información general de Casa de Galicia
- EE.CC intermedios de la Fiduciaria al 30/6/2019
- Información pública del sector salud
- Los procedimientos operativos se describen en el Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas; el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:
- El papel o instrumento financiero, en este caso los títulos de deuda.
- La empresa, en este caso la fiduciaria, República AFISA.
- Los activos subyacentes y flujos esperados que dan lugar al instrumento, es decir el negocio o negocios involucrados.
- El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso, se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota.

Los puntajes a los diferentes indicadores se asignan según escalas previamente establecidas recogidas en el manual.

A partir del puntaje global se asigna la nota según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual¹¹.

¹⁰. Véase Tabla 1 del mismo

¹¹. Véase Tabla 2, op. cit.

II. LOS TITULOS DE DEUDA

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

Denominación: Fideicomiso Financiero Casa de Galicia

Fideicomitente: Mutualista Casa de Galicia

Fiduciario: República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA)

Agente de Pago: RAFISA

Entidad Registrante: BEVSA

Títulos a emitirse: Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.

Activos del fideicomiso: Flujo de fondos provenientes de los créditos que Casa de Galicia tiene contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA) por los servicios asistenciales prestados a los sujetos comprendidos en el régimen del Sistema Nacional Integrado de Salud, de acuerdo con la Ley N° 18.211 consistente (a la fecha de esta emisión) en los montos que se establecen en el Anexo 2 del Contrato de Fideicomiso Financiero.

Garantía: Los Títulos de Deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y Republica AFISA el 16 de octubre de 2009 (en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439), para la emisión de garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por dicha Ley No. 18.439 y demás garantías según se describe en la documentación correspondiente.

Moneda: Pesos Uruguayos expresados en U.I.

Importe de la emisión: U.I. 240.000.000 (doscientos cuarenta millones de unidades indexadas) de valor nominal

Interés: A determinar en el momento de la emisión con un máximo de 5 % anual

Plazo: 20 años a partir del primer pago de intereses.

Período de gracia: 24 meses, solo para capital.

Amortización y Pago de intereses: Luego del período de gracia (24 meses) los títulos se amortizarán en 216 cuotas mensuales con arreglo al cronograma detallado en el prospecto.

Fuente de repago: Cesión de créditos contra el FONASA que tiene CG provenientes de su actividad asistencial, en favor del "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia". La Cesión de créditos comprende también todos aquellos créditos o flujo de fondos que en el futuro puedan llegar a sustituir el régimen del FONASA.

Calificación de riesgo: A.uy

Análisis jurídico

En esta ocasión se contó con el informe jurídico del Dr. Leandro Rama quien luego de analizar las contingencias jurídicas de la estructura concluye:

1. La estructura cumple con los requisitos legales y reglamentarios (tanto de derecho público como privado) referenciados a lo largo del informe; representando una segunda etapa del proceso de reestructuración del pasivo y mejoramiento de la gestión de la Institución.
2. Tanto el Fiduciario como el Fideicomitente cumplen con los requisitos para obligarse en forma válida y eficaz en la presente estructura.
3. Los recursos que tiene derecho a percibir el fideicomitente del FONASA lucen suficientes para asegurar el pago de los títulos de deuda. No hay elementos objetivos que hagan suponer un cambio sustancial en la percepción del flujo de créditos.
4. Las afectaciones previas y que gozan de prelación sobre el mismo caudal de créditos, no representan un elemento preocupante en relación a las amortizaciones comprometidas en este negocio fiduciario.
5. La obligación accesoria de garantía, constituida a favor de los TTDD por el Fondo de Garantía IAMC y el procedimiento para su ejecución convencional, representan la principal fortaleza en orden al pago total de los valores.

6. La garantía de estabilidad normativa del art. 5 de la Ley 18.439, es un elemento coadyuvante en tanto el Estado compromete su responsabilidad patrimonial.

En suma, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos 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 CF (según versión en borrador), cláusula 11.2.

“En virtud de dicha autorización y de las previsiones del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, República AFISA en su calidad de Fiduciaria de dicho fideicomiso, en caso de que se encuentren pendientes de pago los Títulos de Deuda por insuficiencia de los fondos percibidos por la cesión de los Créditos y que el Fideicomitente no cumpla con su obligación de transferir los montos adicionales correspondientes para el pago de los Títulos de Deuda en el plazo establecido en la cláusula 10.2 que antecede, dentro de las 48 (cuarenta y ocho) horas hábiles subsiguientes y sin necesidad de otro aviso, intimación o instrucción de especie alguna, ordenará la transferencia a la Cuenta del Fideicomiso Financiero CASA DE GALICIA II de fondos provenientes del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC en cantidad suficiente para cumplir el pago vencido.”

“El referido procedimiento, se mantendrá vigente, hasta la extinción de la deuda por capital e intereses derivada de la emisión y colocación de los Títulos de Deuda.”

Se destaca también del informe jurídico la preocupación por dar cumplimiento a la exigencia legal que establece que: *“El acceso a esta garantía presenta otro requisito: la constitución de contragarantías para respaldar las obligaciones que en su caso deba cumplir el Fondo de Garantía IAMC hasta la cancelación total del financiamiento obtenido por la entidad. “*

Al respecto, dice el informe de marras: *“En este proceso la Institución ha comunicado ciertas dificultades para otorgar algunas de las hipotecas comprometidas, lo cual ha dilatado los tiempos originalmente programados para obtener el financiamiento y la garantía asociada.”*

*“Cabe aquí adelantar que el Poder Ejecutivo (MSP y MEF) ha autorizado **mediante las Resoluciones 394 del 2 de diciembre de 2019 y 405 del 6 de diciembre de 2019**, la emisión de la garantía admitiendo temporalmente las contragarantías ofrecidas por Casa de Galicia y hasta que se subsanen las observaciones para la constitución de las hipotecas.”*

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, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. El riesgo jurídico de estructura, que por sus características, al consolidar la garantía de los títulos, conforma la parte fundamental de la calificación, se considera prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los títulos se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *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 intermedio del 30/6/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 647.428. Esto supone un incremento del orden del 10,64 % respecto al que tenía al 31/12/2018. La liquidez, medida como la razón corriente (activo corriente/pasivo corriente) mantiene guarismos muy altos. Un resumen del estado de situación patrimonial y su comparativo con los dos ejercicios anteriores se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 1: Estado de Situación Patrimonial (miles de \$)			
Concepto	30-Jun-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	727.658	705.262	637.392
Activo Corriente	162.513	261.447	249.236
Activo no Corriente	565.145	443.815	388.155
Pasivo	80.230	120.097	81.887
Pasivo Corriente	62.227	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	18.004	18.772	24.058
Patrimonio	647.428	585.164	555.505
Pasivo y Patrimonio	727.658	705.262	637.392
Razón Corriente	2,61	2,58	4,31

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados del primer semestre de 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el mismo período del ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados brutos, producto de una mejora en los ingresos y menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados parciales obtenidos a junio de 2019 y su comparativo con el mismo periodo del ejercicio anterior.

Cuadro 2: Estado de Resultados (miles de \$)

Concepto	30-Jun-19	30-Jun-18	31-Dec-18
Ingresos Operativos	142.614	127.854	290.623
Gastos de Adm y Ventas	(96.383)	(113.806)	(283.795)
Resultado Operativo	46.231	14.048	6.828
Resultados Diversos	120		56
Resultados Financieros	36.115	36.132	53.691
IRAE	(20.228)	(12.485)	(15.910)
Resultados del periodo	62.238	37.696	44.665

Fuente: EE.CC RAFISA

En definitiva la firma sigue mostrando niveles de solvencia y liquidez muy sólidos.

Al 30 de junio de 2019, RAFISA mantenía la administración de una importante cantidad de fideicomisos en diversas áreas y de distinto tipo lo que garantiza su idoneidad para la función.

El Fideicomiso

A los efectos de este informe CARE contó con un borrador avanzado, tanto de Contrato de Fideicomiso como de Prospecto Informativo así como modificaciones posteriores ocurridas en diciembre de 2019¹². Con esa información, CARE estimó lo que sería el plan de cancelación según se expone en el siguiente cuadro.

Cuadro 3: Plan de cancelación de títulos (miles de UI)

año	Cesiones	amortización	intereses	total	saldo
2020	15.300	-	12.000	12.000	240.000
2021	14.400	-	12.000	12.000	240.000
2022	16.600	2.400	11.880	14.280	237.600
2023	16.800	2.400	11.760	14.160	235.200
2024	24.500	10.800	11.220	22.020	224.400
2025	25.200	10.800	10.680	21.480	213.600
2026	25.200	10.800	10.140	20.940	202.800
2027	27.400	15.600	9.360	24.960	187.200
2028	27.600	15.600	8.580	24.180	171.600
2029	27.600	15.600	7.800	23.400	156.000
2030	27.600	15.600	7.020	22.620	140.400
2031	27.600	15.600	6.240	21.840	124.800
2032	24.300	15.600	5.460	21.060	109.200
2033	24.000	15.600	4.680	20.280	93.600
2034	24.000	15.600	3.900	19.500	78.000
2035	24.000	15.600	3.120	18.720	62.400
2036	20.700	15.600	2.340	17.940	46.800
2037	20.400	15.600	1.560	17.160	31.200
2038	20.400	15.600	780	16.380	15.600
2039	22.100	15.600	-	15.600	-
Totales	455.700	240.000	140.520	380.520	

Nota: se asumió el interés máximo, 5 % anual

Fuente: borrador de contrato de fideicomiso

La primera columna (cesiones) refleja el cronograma de las cesiones FONASA que se comprometerían a efectos de cumplir con el programa de cancelación de la emisión, los intereses correspondientes y demás gastos de la operación.

¹² La Fiduciaria informó que, de haber cambios posteriores, los mismos serían no materiales

Está previsto que los pagos se hagan en forma mensual pero para facilitar su lectura, en el cuadro precedente se exponen en forma anual.

Los fondos provenientes de la Emisión de Títulos de Deuda conforme a lo dispuesto por Resolución 350 de fecha 02 de julio de 2019 y 394 de fecha 02 de diciembre 2019 del MEF y MSP, serán aplicados por el Fiduciario a instrucción del Fideicomitente, previa deducción de las sumas referidas en la cláusula 13 del CF (gastos varios inherentes a esta operación) conforme a lo siguiente:

- (a) UI 9.300.000 (unidades indexadas nueve millones trescientos mil) a efectos de cancelar pasivos comerciales.
- (b) \$ 603.:000.000 (pesos uruguayos seiscientos tres millones) más las sumas necesarias para intereses, a los efectos de cancelar los créditos bancarios que cuenten con garantía del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
- (c) UI 22.200.000 (unidades indexadas veintidós millones doscientos mil) con destino al financiamiento de inversiones en sistemas y tecnologías de la información e inversiones en mejoras y equipamiento.
- (d) UI 46.000.000 (unidades indexadas cuarenta y seis millones) a efectos de ser transferidos al Fideicomiso de Administración Casa de Galicia I referido en el numeral 1.5 literal b de la cláusula 1 del CF a efectos de la precancelación de otros pasivos financieros de corto plazo de fecha anterior al 02/07/2019 y del Fideicomiso Laboral. Republica Negocios Fiduciarios S.A como fiduciario y CG como fideicomitente establecieron en el contrato de fideicomiso que la transferencia de los Créditos Fonasa realizada por CG al Fideicomiso de Administración Casa de Galicia I, cede su grado de prelación, no siendo preferente, respecto de la cesión que CG realice al Fideicomiso Financiero de Oferta Pública, en un todo conforme a lo establecido por la Resolución del MEF y MSP N° 350 de fecha 02/07/2019

Las sumas consignadas precedentemente condicen con las establecidas en el numeral 5° de la parte resolutive de la Resolución 350 de los Ministerios de fecha 02 de julio de 2019 y con el numeral 3° de la parte resolutive de la Resolución 394 de fecha 02 de diciembre de 2019.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad de la fiduciaria para cumplir con la función, su solvencia y liquidez, este riesgo se considera *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 y dado el tiempo transcurrido, *resulta casi nulo*.

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

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE

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

La Institución

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

Respecto a la calidad asistencial la Institución, la misma es supervisada por el regulador del sistema (el MSP). Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. En tal sentido, la institución informa periódicamente acerca del cumplimiento de las metas asistenciales dispuestas en la cláusula vigésimo octava del contrato de gestión (y otras creadas a posteriori) que suscribieron los prestadores, y que son supervisadas por la JUNASA. Cabe decir que la eventualidad en el no cumplimiento de alguna de las metas, repercute en primera instancia en los ingresos de la institución.

Seguimiento de la situación económico financiera

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 fideicomitados. 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 2 (Información Sectorial), que una IAMC es una pieza fundamental de un sistema fuertemente regulado por el Estado y por tanto funcional al mismo.

De acuerdo a la metodología de trabajo de CARE, este análisis se realiza en base a los estados contables definitivos y auditados. En este caso, el último disponible ha sido el cierre al 30/9/18.

En el cuadro siguiente se han resumido los datos en miles de pesos uruguayos de los capítulos más relevantes de los Estados de Resultados de los mencionados ejercicios.

Cuadro 4: Casa de Galicia - Estado de Resultados resumidos (miles de \$)

Concepto	30/9/2018	30/9/2017	30/9/2016
Ingresos Operativos	2.534.287	2.417.733	2.362.628
Costo de Bienes y Servicios	(2.516.268)	(2.364.868)	(2.236.141)
Resultado Bruto	18.020	52.865	126.487
Gastos de Administracion y Ventas	(152.858)	(159.203)	(152.240)
Resultado Operativo	(134.839)	(106.338)	(25.753)
Rsultados Financieros	(58.540)	(40.555)	(7.136)
Resultados Diversos	47.949	21.899	24.064
Resultado del Ejercicio	(145.429)	(124.994)	(8.825)
Revaluación propiedad y otros	-	106.520	
Resultado Integral del Ejercicio	(145.429)	(18.474)	(8.825)
Resultado Bruto	0,71%	2,19%	5,35%
Resultado Operativo	-5,32%	-4,40%	-1,09%
Resultado del Ejercicio	-5,74%	-5,17%	-0,37%

Fuente: CARE en base EE.CC de CG

Se comprueba la persistencia de resultados negativos, incluso los operativos. Esto podría poner en duda la futura continuidad de la institución.

Consecuentemente, el patrimonio contable sigue una tendencia decreciente, tornándose más negativo aún.

Cuadro 5: Casa de Galicia - Resumen del Estado de Situacion (en miles de \$)

Concepto	30/9/2018	30/9/2017	30/9/2016
Activo corriente	326.378	252.020	306.093
Activo no corriente	1.508.890	1.436.587	1.263.680
Total activo	1.835.267	1.688.607	1.569.772
Pasivo corriente	1.497.472	1.306.226	1.121.041
Pasivo no corriente	587.416	453.801	500.854
Total pasivo	2.084.888	1.760.027	1.621.896
Patrimonio	(249.621)	(71.420)	(52.123)
Total Pasivo y Patrimonio	1.835.267	1.688.607	1.569.772
Razon corriente	0,22	0,19	0,27
Relacion pasivo/ingresos mes	9,87	8,74	8,24
Relacion pasivo/activo	1,14	1,04	1,03

Fuente: CARE en base a CG

La liquidez no es un aspecto demasiado relevante en esta calificación ya que los títulos tienen una garantía propia, que es la cesión de cuotas FONASA y, fundamentalmente, la otorgada por el Estado; por lo tanto la liquidez de CG o su carencia no influyen, en principio, en el pago de los mismos. No obstante y a modo ilustrativo se incluyen en el cuadro precedente los índices de liquidez expresados a través de la razón corriente que, como puede comprobarse no son buenos.

En resumen, se reafirma la opinión que la situación de la institución no garantiza la generación de flujos suficientes como para cumplir con las obligaciones emanadas de esta operación, lo que explica la creación financiera con garantía del Fondo de Garantía IAMC.

Con motivo de esta operación, la institución presenta diversas proyecciones que se recogen en el Prospecto Informativo. Las mismas refieren a sus estados de situación patrimonial, de resultados así como de flujos de caja, en todos los casos contando con el plan de sustentabilidad. A modo informativo se presenta en el cuadro siguiente, en forma resumida, una proyección de los estados de resultados.

Cuadro 6: Estado de resultados proyectados resumidos (millones de \$)					
Concepto	2020	2021	2022	2023	2028
Ingresos Operativos	3.034	3.295	3.563	3.846	5.647
Costo de los servicios prestados	(2.808)	(3.039)	(3.286)	(3.548)	(5.218)
Resultado Bruto	227	256	277	298	428
Gastos de Administración y Ventas	(182)	(93)	(98)	(106)	(159)
EBITDA	45	162	179	192	270
Amortización de Bienes de Uso	(72)	(85)	(85)	(90)	(91)
Resultado Operativo	(27)	77	94	102	178
Resultados Financieros	(111)	(36)	(49)	(51)	(87)
Resultados Diversos	54	89	96	96	138
Resultado del Ejercicio	(84)	129	140	146	229

Fuente: borrador de Prospecto Informativo

De acuerdo al cuadro precedente, la propia institución prevé continuar con resultados del ejercicio deficitarios hasta el año 2020 inclusive y recién en 2021 se tornarían positivos.

Estas y otras proyecciones se hicieron en base a una serie de supuestos que se exponen detalladamente en el Prospecto y que sirvieron de base para que los Ministerios correspondientes avalaran la operación. Estos supuestos, que incluyen diversas iniciativas tendientes a mejorar los números de la institución son, en general, difíciles de controvertir. Un supuesto básico a tener en cuenta es el número de afiliados a considerar; se desprende de las proyecciones citadas que se considera un padrón de afiliados estabilizado en los niveles actuales.

En ese sentido se informa a continuación como ha sido su evolución en los últimos tiempos.

Cuadro 7: Evolución de Afiliados			
fecha	padrón	fecha	padrón
Feb. 2016	52.500	Ene. 2018	48.323
Oct. 2016	50.939	Ago. 2018	47.548
Mar. 2017	50.192	Ene. 2019	46.510
Oct. 2017	48.554	Set. 2019	45.639

Fuente: CARE en base Casa de Galicia

Puede observarse que su evolución es decreciente por lo que podría poner en duda una proyección basada en su estabilidad.

Por todo lo expuesto, se ratifica que la nota conferida a la presente emisión tiene como sustento la garantía del Estado por sobre cualquier otra consideración.

Fondo de Garantía

El Fondo de Garantía IAMC (FG) respalda en la actualidad varios fideicomisos de ésta y otras instituciones prestadoras de salud. Corresponde analizar entonces su capacidad de atender todos ellos ante la eventualidad de tener que recurrirse al mismo.

En tal sentido, aun en el escenario más adverso, el FG es suficiente para cubrir el pago de los títulos de deuda, dada la forma y el monto que componen dicho Fondo. En el peor de los escenarios (uso de todas las garantías autorizadas), el flujo de fondos establecido por la Ley cubriría anualmente las obligaciones garantizadas. Esto se visualiza en el Cuadro 8.

El cuadro fue elaborado por CARE en base a la información que surge de los EE.CC de cada fideicomiso (excepto el denominado Casmu D cuya información fue proporcionada por RAFISA). En el caso de este Fideicomiso CARE estimó los flujos a partir de información de borradores¹³; los supuestos incluyen el comienzo del pago de intereses a partir del año 2020, a la máxima tasa posible de 5 % anual y un periodo de amortización que comienza en el año 2022.

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 tres años en función de las obligaciones de cada uno de los fideicomisos garantidos por el Fondo (incluyendo un estimado para este que nos ocupa) en lo que refiere a la amortización de los títulos más los intereses correspondientes.

Cuadro 8: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (en miles de UI)

Fideicomiso	2020	2021	2022
ASESP II	21.265	21.265	21.265
ASESP I	30.092	30.092	30.092
Nuevo Casmu	41.132	41.132	41.132
Casmu II, S 1	27.471	27.471	27.471
Casmu D	10.200	10.200	10.200
Casmu III	8.323	8.323	8.323
C de Galicia	15.813	15.272	14.371
C. de Galicia II	12.000	12.000	14.280
Totales	166.296	165.755	167.134

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

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantidos cumpliera con su cuota a lo largo de cada uno de los años considerados y si bien, la cifra a pagar superaría el tope anual, la cobertura no corre riesgo por cuanto el Fondo dispone de un saldo de UI 192 millones. En efecto, el año 2022, el de mayor monto, alcanza a miles de UI 167.134, cifra ligeramente superior al tope de reposición legal que es de miles de UI 162.000, pero como Fondo cuenta con un saldo de miles de UI 192.000 (máximo previsto) podría afrontar ese faltante sin inconvenientes. Hasta el momento, en ningún caso ha sido necesario recurrir a esta garantía.

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

¹³ La fiduciaria informó a CARE que, de haber modificaciones, las mismas serían inmatrimoniales

Cuadro 9: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones (miles de UI)

Año	Ingresos				Egresos				ASESP	ASESP II	pago total	Saldo
	F. IAMC	Eventual	CASMU	CASMU II	N. CASMU	CASMU III	C.G. I	C.G. II				
2018	192.000											192.000
2019		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400		36.000	25.398	179.058	174.942
2020		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400	15.300	36.000	25.398	194.358	142.584
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	14.400	36.000	25.398	189.858	114.726
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.600	36.000	25.398	192.058	84.668
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.800	36.000	25.398	192.258	54.410
2024		162.000	7.650	36.000	38.400	9.060	16.800	24.500	36.000	25.398	193.808	22.602
2025		162.000	-	36.000	16.000	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	164.458	20.145
2026		162.000	-	36.000	-	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	148.458	33.687
2027		162.000	-	36.000	-	9.060	-	27.400	27.000	25.398	124.858	70.829
2028		162.000				9.060		27.600		25.398	62.058	170.771
2029		83.287				9.060		27.600		25.398	62.058	192.000
2030		62.058				9.060		27.600		25.398	62.058	192.000
2031		50.882						27.600		23.281	50.881	192.000

Fuente: CARE en base RAFISA

Nota: al momento de redactar este informe, el año 2019 está virtualmente cancelado

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

En este análisis no se tiene en cuenta la garantía brindada por este Fondo al repago de los créditos bancarios recibidos por CG, en el entendido que los mismos habrán de cancelarse con parte de la emisión que acá se califica, según surge de los documentos recibidos y tal como informará oportunamente el fiduciario.

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 de 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 Anexo). 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, por ejemplo 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 compone una parte importante del análisis de riesgo. 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, ya referido 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 de estos indicadores, habría más presiones sobre el mismo.

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

Riesgo Precios Relativos. Este indicador no reviste grados de deterioro relevantes. Después de una reducción de la relación cuota/salarios en el período 2005-2009, se estabilizó la relación de precios con la implementación de la cuota salud. El establecimiento de este precio administrado introduce los incrementos de costos en una paramétrica que después es negociada con el Poder Ejecutivo. 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. En definitiva si por problemas en todo el sector salud o propios de esta institución se generaran tensiones fuertes hacia adentro de la misma, los títulos de deuda mantendrían su respaldo. Este es el principal componente del riesgo político y no evidencia probabilidad cierta alguna.
2. No obstante lo anterior, una señal de alerta sectorial sería el creciente desfasaje entre ingresos y egresos del FONASA, 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. No obstante, cabe agregar que el país mantiene un índice de riesgo consistente con el estatus de grado inversor de su deuda pública (163 puntos básicos al 6 de diciembre de 2019).

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 la calificación A.uy¹⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

¹⁴ **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.**

Comité de Calificación



Ing. Julio Píve



Cr. Martín Durán Martínez

ANEXO 1
INFORME JURÍDICO

“FIDEICOMISO FINANCIERO CASA DE GALICIA II”

Informe jurídico

I. Marco normativo general

El negocio fiduciario bajo análisis es el segundo que promueve Casa de Galicia en el marco del sistema de asistencia a la crisis y el particular mecanismo de reestructuración de pasivos, creado para las Instituciones de Asistencia Médica Colectivas (IAMC) mediante la Ley 18.439 y su Decreto Reglamentario N° 792/008.

Para contextualizar, recordemos que las IAMC - según denominación adoptada por el Decreto Ley 15.181 – arrastraban una deficitaria situación financiera desde mucho tiempo antes de la sanción de la Ley 18.439 (la Ley). En buena medida uno de los elementos que precipitó la creación de esta norma legal fue la contemporánea sanción de la Ley 18.387, denominada “Declaración Judicial del concurso y Reorganización Empresarial”, más simplemente conocida como Ley de Concursos.

En tal sentido, se organizó una solución distinta y autónoma para que estas instituciones pudieran sortear la crisis económica, lo cual exigía una solución legislativa para no quedar incluidos en el régimen general que la novel ley de concursos preveía en su ámbito subjetivo de aplicación. Esto no es simplemente la remisión a los motivos del proyecto normativo, sino que surge a texto expreso del artículo 4 de la Ley 18.439, cuando dice que las IAMC que encontrándose en la “*situación de insolvencia o de grave dificultad económica*” (art. 1 de la Ley), hayan solicitado acogerse al régimen creado y que “*no logren viabilidad a juicio del Poder Ejecutivo, quedarán sometidos a las disposiciones de la Ley 18.387...*”.

Así las cosas, el elenco de normas legislativas convocadas para el mecanismo de salvataje de las IAMC, se completa con la Ley 18.131 que crea el Fondo Nacional de Salud (FONASA) y Ley 18.211 creadora del Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS); normas que por su teleología y alcances permitieron dotar el flujo de fondos necesario como fuente de repago de la recomposición de los pasivos. Esta plataforma de derecho público hace viable la estructura proyectada y en definitiva vino a ofrecer una solución plausible y fuera de la solución concursal común, para la histórica situación de crisis financiera de las instituciones de asistencia colectiva privada de salud.

I.1 - Principales características

El sistema se edifica sobre tres pilares que se definen ya en el primer artículo de la Ley:

- a) la creación de una fuente de recursos** autónoma y con la **finalidad de garantizar** los acuerdos con los acreedores,
- b) un ámbito de aplicación subjetivo:** las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC) “...comprendidas en el artículo 11 de la Ley N° 18.211 (...) que se encuentren en situación de **insolvencia** o de **grave dificultad económica...**” y
- c) un requisito o condición para acceder al beneficio:** presentar “...planes de reestructuración que vuelvan viable a la institución”. El decreto reglamentario N° 792/008 especifica que **insolvencia** refiere a las instituciones deudoras

que *no pueden cumplir sus obligaciones*. Por su parte, se entenderá por *grave dificultad económica* cuando la incapacidad de pago es por los siguientes seis meses y patrimonio negativo (artículo 1 del decreto).

Se crea el Fondo de Garantía IAMC como **patrimonio de afectación independiente**, cuya administración y representación estarán confiadas al Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) y se integra con recursos provenientes de Rentas Generales, por “la suma de UI 162.000.000 anuales y podrá alcanzar hasta la suma máxima de UI 192.000.00”, según Ley 19.357 del 15 de diciembre de 2015 (la redacción original del artículo 2 de la Ley 18.439 decía 64.000.000 anuales).

Según el artículo 3 de la Ley 18.439, para acceder a esta garantía debían presentar ante el MEF y MSP para su aprobación, un Plan de Reestructuración que hiciera viable a la institución. Tales exigencias son las diagramadas en el artículo 2 del Decreto 792/008, a cuya lectura cabe estar. Pero lo más importante de la reglamentación es que promueve la utilización del fideicomiso financiero como vehículo jurídico para estructurar el financiamiento recurriendo al mercado de valores, siendo la contraprestación a cumplir por la institución, la transferencia al patrimonio fiduciario de los fondos que tenga derecho a percibir del FONASA por las prestaciones brindadas a sus usuarios incorporados al SNIS y hasta los montos suficientes para satisfacer el financiamiento. Si bien esto no es una condición sine qua non, el financiamiento recurriendo al mercado de capitales mediante la securitización de créditos en un fideicomiso financiero, era consustancial al sistema en tanto ya se contaba con una fuente de recursos previsible, solventes y de origen legal (Fonasa) para el repago de los títulos que fueran a emitirse.

El acceso a esta garantía presenta otro requisito: la constitución de contragarantías para respaldar las obligaciones que en su caso deba cumplir el Fondo de Garantía IAMC hasta la cancelación total del financiamiento obtenido por la entidad.

Es importante anotar en esta sinopsis, que el 16/10/2009 se constituyó el fideicomiso financiero de oferta privada, entre el MEF (Fideicomitente – administrador del Fondo de Garantía) y República Afisa como fiduciario, denominado **Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC**, por el cual el primero transfirió al fideicomiso los fondos, créditos y la garantía de estabilidad, recibiendo en contrapartida un certificado de participación que lo convierte en beneficiario por el remanente del fideicomiso. De suyo, el **Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC** funge de **Garante** del repago de los financiamientos que obtengan las IAMC que se acojan al régimen de reestructuración que viene de comentarse.

Casa de Galicia, tuvo una primera experiencia bajo este sistema en proceso que se inició en 2011 y que, habiendo cumplido todas las exigencias legales y administrativas previas, culminó en 2012 con la primera emisión de oferta pública de Títulos de Deuda y la securitización programada por el vehículo contractual del Fideicomiso Financiero de acuerdo a la Ley 17.703; negocio que se viene cumpliendo regularmente según la información relevada para este informe, manteniéndose la nota A (uy) en la última actualización de calificación de riesgo (octubre 2019).

I.2 – Las resoluciones ministeriales 349 y 350 habilitantes de la estructura de marras

Dentro de este marco normativo general, conforme se desprende del artículo 3 de la Ley 18.439, es competencia del MSP y del MEF, “...la aprobación de los planes de reestructuración presentados por las instituciones (...). La reglamentación establecerá los requisitos que deberán cumplir dichas instituciones para acogerse la presente régimen”. En consonancia con ello, el decreto reglamentario, adoptado por el Poder Ejecutivo (en Consejo de Ministros), mediante su artículo 12 delega en los Ministerios señalados, “todas las potestades necesarias a los efectos del dictado de los actos administrativos y suscripción de los documentos vinculados con la aplicación de la Ley N° 18.439 y el presente Decreto Reglamentario”.

En atención a las nuevas necesidades, Casa de Galicia impulsó la segunda estructura bajo el sistema de financiamiento y garantía que viene de comentarse. En función del plan de reestructuración presentado; **el MSP y el MEF emiten las resoluciones 349 y 350, ambas el día 2 de julio de 2019**. Por **la primera se aprueba el Plan de Reestructuración** de la institución **y por la segunda se autoriza la emisión de la garantía del Fondo de Garantía IAMC** por hasta UI 240.000.00, equivalente al valor nominal de los Títulos de Deuda a ser emitidos por el nuevo Fideicomiso Financiero, más sus intereses con un tope de 5% anual.

Esta resolución 350, somete el otorgamiento de la garantía del Fondo a la condición de que la institución constituya las contracautelas exigidas en el artículo 3 de la Ley 18.439 y su decreto reglamentario. La resolución ministerial detalla expresamente las contragarantías exigidas, las cuales consisten en la **constitución de gravámenes hipotecarios sobre una serie de inmuebles propiedad de Casa de Galicia**. En este proceso la Institución ha comunicado ciertas dificultades para otorgar algunas de las hipotecas comprometidas, lo cual ha dilatado los tiempos originalmente programados para obtener el financiamiento y la garantía asociada. Para superar este inconveniente, Casa de Galicia ofreció contracautelas sustitutas y temporarias, consistentes en prenda de valores públicos o fianzas emitidas por empresas aseguradoras bajo control y supervisión del BCU. Sobre los pormenores de estas contragarantías haremos caudal en el último segmento del informe. Cabe aquí adelantar que el Poder Ejecutivo (MSP y MEF) ha autorizado **mediante las Resoluciones 394 del 2 de diciembre de 2019 y 405 del 6 de diciembre de 2019**, la emisión de la garantía admitiendo temporalmente las contragarantías ofrecidas por Casa de Galicia y hasta que se subsanen las observaciones para la constitución de las hipotecas.

II. El contrato del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia II. Pautas centrales

Son las partes constituyentes: Casa de Galicia como FIDEICOMITENTE y República Administradora de Fondos de Inversión SA (República Afisa) como **FIDUCIARIO**; quienes otorgaron el Contrato de Fideicomiso Financiero (el Contrato), el día 6 de noviembre de 2019 y su modificación parcial el día 6/12/2019.

La finalidad de este fideicomiso es la obtención de recursos para aplicarlos a los destinos recogidos en la resolución ministerial que viene de comentarse

(N° 350), mediante la emisión por oferta pública de Títulos de Deuda (TD) respaldados con los Bienes Fideicomitados y con la garantía que les accede. El precio de la colocación, previa deducción de los montos listados en la cláusula 13, será aplicado por el Fiduciario, según le instruya el Fideicomitente, a cancelar o pagar los ítems listados en la cláusula 14.1 (cancelar pasivos comerciales y bancarios, realizar inversiones en equipamiento y mejoras tecnológicas y las transferencias comprometidas para el Fideicomiso de Administración ordenado en la resolución y plasmado en la cláusula 1.5 lit b del Contrato). El Fiduciario aplicará estos fondos retenidos al pago directo a los acreedores de la Fideicomitente, según prescribe la cláusula 14.3.

Objeto y Patrimonio del Fideicomiso. Estos aspectos están disciplinados con claridad y suficiencia en las cláusulas 4 a 8 del Contrato. El objeto naturalmente es la emisión de Títulos de Deuda para la obtención de los recursos requeridos por el fiduciante; quien por su parte, transfiere al fideicomiso, sin recurso y para el cumplimiento de sus fines, los Créditos (flujo de fondos que correspondan percibir del FONASA según se detalla en Anexo 2), la Garantía y la Garantía de Estabilidad en un todo de acuerdo con la Ley 18.439 y demás normas relacionadas (Bienes Fideicomitados). República Afisa es además "Fiduciario del Fideicomiso Financiero de Oferta Privada Fondo de Garantía IAMC", y como tal procederá a constituir la garantía como obligación accesoria a los Títulos de Deuda y a favor de sus Titulares.

Según las Definiciones del Contrato, **Bienes Fideicomitados** son *"los Créditos y las garantías que transfiere el Fideicomitente (...) así como los derechos que el Fideicomitente tuviera derivados de la garantía del Estado establecida en el artículo 5 de la Ley 18.439"*. **Créditos** son *"los derechos de crédito que el Fideicomitente actualmente tiene derecho a percibir en concepto de cuotas salud por los servicios prestados a los usuarios del Sistema Nacional Integrado de Salud, provenientes del FONASA o del fondo o entidad sucesora del mismo en el futuro que son cedidos en éste acto a favor del presente Fideicomiso de conformidad con el cronograma e importes establecidos en el Anexo 2"*.

La **Garantía** es *"la obligación que asume el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC de pagar los Títulos de Deuda en los términos de la fianza que suscribirá según el modelo previsto en el Anexo 5 del presente Contrato, una vez otorgadas las contragarantías por Casa de Galicia..."*.

En suma, el patrimonio fiduciario está compuesto por estos tres componentes y lógicamente todos los derechos económicos, presentes y futuros que ellos generen; patrimonio afectado en forma exclusiva al cumplimiento de los fines del fideicomiso y que no responderá por más obligaciones que las pactadas en la convención e impuestas por la ley. La cesión y transferencia de los créditos FONASA al Fideicomiso se perfecciona con la firma del contrato, pero la eficacia de la tradición se verifica con la notificación al cedido, en el caso el BPS - JUNASA (Junta Nacional de Salud); acto jurídico que deberá cumplir el Fiduciario de acuerdo a los arts. 768, 1757 y ss. Código Civil y art. 563 y ss. Código de Comercio.

Emisión de los Títulos de Deuda escriturales y de oferta pública. El artículo 25 de la ley de fideicomisos define al título de deuda como aquel que confiere a su titular un derecho de crédito garantizado con los bienes fideicomitados. En realidad debemos decir que tal rasgo no es privativo de esta tipología, pues todos los valores que puede emitir un fideicomiso financiero (certificados de

participación o valores mixtos) confieren un derecho de crédito. La diferencia está en el riesgo que implica cada modalidad. El certificado de deuda conlleva para su titular un riesgo menor que la participación, en el sentido que consigna el **derecho a recuperar la inversión más el interés pactado con independencia de la rentabilidad del negocio.**

Los aspectos relevantes surgen del apartado II del Prospecto “Síntesis de Términos y Condiciones”, la cláusula 12 del Contrato y particularmente el Documento de Emisión anexo al Prospecto; a cuya lectura deberá estar el inversor. Cabe destacar que la emisión se hará por un **monto máximo de UI 240.000.000**. La oferta pública de los valores se hará una vez inscripta la emisión en el Registro de Valores del BCU y en el Registro de Emisiones y Valores de BEVSA, donde cotizarán los TD. Se establece un plazo de **24 meses de gracia para la pago del capital**, período durante el cual se pagarán los intereses corrientes (aun no fijados pero que no pueden superar el 5% según la resolución del Poder Ejecutivo). Los intereses se pagarán mensualmente a partir de la fecha de Emisión y los TD tendrán un plazo de hasta 20 años a partir de la fecha de ese primer pago de intereses.

En cuanto al procedimiento, la **Suscripción** se hará en dos días consecutivos. En el primero se recibirán las ofertas en BEVSA por el **Tramo competitivo**, y una vez finalizado el Fiduciario determinará el precio de corte correspondiente a una adjudicación por el equivalente al 90% del valor nominal de la Emisión. Al día siguiente, se recibirán en BEVSA las ofertas de suscripción correspondientes al **Tramo no competitivo** (minoristas) hasta un 10% del Monto Total de la Emisión. La **Adjudicación** se hará en orden inverso a la suscripción, primero el Tramo retail y luego el Tramo competitivo. La **Integración** para todos los inversores se deberá verificar el día siguiente a la Adjudicación, finalizando de ese modo la Emisión.

Plazo del fideicomiso. El plazo del fideicomiso será en principio el plazo de los títulos de deuda, pues eso es lo que se desprende de la cláusula 16 del Contrato. Esto se ve reforzado por la cláusula 7 sobre el plazo de la cesión, al señalar que será *“por el plazo suficiente para que los Titulares recuperen el total adeudado por los Títulos de Deuda (...) y se pague el capital, todos los intereses, gastos, remuneraciones, tributos y otros costos del Fideicomiso...”*.

Obligaciones, prohibiciones y responsabilidad del Fiduciario. Estos tópicos están detallados pormenorizadamente en las cláusulas 18 a 21 del Contrato y contemplan las exigencias de la ley 17.703 y las propias del negocio de marras, tanto en lo atinente al contenido del encargo fiduciario y al régimen de su responsabilidad signado por el **estándar del buen hombre de negocios** (art. 16). Las cláusulas siguientes (22 a 24) reglamentan las hipótesis de renuncia, remoción y sustitución del fiduciario en forma acorde con el multicitado cuerpo normativo.

Otras consideraciones

La estructura convencional cumple con los requisitos legales de constitución formal, individualización y publicidad de la propiedad fiduciaria así como la oponibilidad (artículos 2, 6 y 17 de la ley 17.703) y se previene su presentación al Banco Central del Uruguay a los efectos de lo previsto por el artículo 12 del Decreto Reglamentario 516/003. Los Títulos de Deuda son de oferta pública por lo cual se prevé su cotización bursátil. Según los artículos 25 y 27 de la

Ley 17.703, los certificados de deuda son títulos valores, por lo que rige en lo pertinente el Decreto Ley 14.701.

Es una fortaleza típica del sistema que el patrimonio fiduciario responde únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. Este patrimonio no responde por deudas del Fiduciario o del Fideicomitente (art. 7 Ley 17.703) y tampoco de los beneficiarios. En contrapartida el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del fideicomiso, las que serán satisfechas con los bienes fideicomitidos (art. 8 Ley 17.703). Dentro de este marco normativo son de aplicación las pautas sobre rendición de cuentas que recaen sobre todo fiduciario (art. 18); **obligación indelegable** y que en el Contrato se regula en la cláusula 28.

Las facultades de contralor e injerencia en el desarrollo del negocio fiduciario por parte de los Titulares están diagramados en forma clara en la cláusula 25 del Contrato a través de la Asamblea. Importa mencionar que está previsto que, con el voto conforme de uno o más titulares que representen un valor nominal superior al 75% de los valores en circulación se podrá:

- a) modificar las condiciones de la emisión de los valores,
- b) resolver la extinción del fideicomiso en caso de insuficiencia patrimonial y
- c) sustituir a la Entidad Representante.

República Afisa será el Agente de Pago y BEVSA asume el rol de Entidad Registrante y Entidad Representante, en función de sendos contratos anexos al Prospecto (II y III respectivamente). Como entidad Registrante estará obligada a llevar el registro de todo acto relacionado con los valores escriturales a emitirse de conformidad con las disposiciones de la Ley 18.627 (art. 23 y siguientes) y del artículo 73 del mismo cuerpo normativo en su calidad de Entidad Representante de los Titulares.

III – Contingencias jurídicas de la estructura

La metodología consiste en separar por un lado aquellos aspectos referentes a la capacidad y poder normativo negocial de los constituyentes del negocio y por otro lado, estudiar si la estructura presenta riesgos objetivos que puedan comprometer el cumplimiento puntual y total de los valores a emitirse.

III.1. En cuanto a lo primero y respecto del **Fiduciario**, surge del Prospecto Informativo que República Administradora de Fondos de Inversión SA está autorizada por el BCU desde agosto de 2004 para desarrollar actividades como fiduciario de fideicomisos financieros, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 16.774 y 17.703; luce la integración actual de su Directorio, así como las prácticas de gobierno corporativo que ordena la RNMV.

El Fideicomitente: Casa de Galicia fue creada como Asociación Civil con personería jurídica reconocida por el Poder Ejecutivo el 18/4/2018; a partir de la Ley 15.181 es una Institución de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), sus estatutos vigentes cuentan con aprobación del MEC de fecha 22.10.2013, inscrita en el Registro de Personas Jurídicas, en la DGI y el BPS. Su administración y representación está a cargo de una Junta Directiva según el artículo 35 de los Estatutos. Toda esta información surge del Prospecto como actual y vigente. En tal sentido, figura como Presidente de Junta Directiva el Sr. Alberto Iglesias Rodríguez quien en tal carácter suscribe el Contrato

constitutivo del Fideicomiso en representación de la institución fiduciante. La misma representación debe constatar en la constitución u otorgamiento de las contra garantías exigidas por la Resolución 350 y sus complementarias. En suma, de la información relevada surge que las partes están habilitadas por el ordenamiento, tanto de derecho público como privado, para celebrar los contratos involucrados, siendo válidas y eficaces las obligaciones que asumen en la estructura.

III.2. Incumplimiento de los Títulos de Deuda

La principal contingencia es la que podríamos llamar riesgo FONASA, esto es, incumplimientos que se generen ya por cambio en las normas, por incumplimiento del cedido (BPS/JUNASA), de la propia institución fiduciante o aún por razones ajenas a su voluntad pero que impliquen una disminución significativa del flujo de fondos, el pago tardío o incluso la interrupción total de los pagos. Otro aspecto que merece atención, es la suficiencia del flujo de fondos que respalda el pago de los títulos, habida cuenta de las afectaciones anteriores sobre el mismo caudal de recursos.

(i) Riesgo FONASA.

Según el régimen creado por las leyes 18.131 y 18.211, los créditos que son cedidos al fideicomiso por Casa de Galicia, **son derechos contra un fondo de afectación administrado por el Estado** y se genera a favor de cada institución **en la medida que ella preste efectivamente el servicio a los usuarios**. En efecto el art. 1 de la ley 18.131 crea el Fondo Nacional de Salud (FONASA), con el objeto de financiar el régimen de prestación de asistencia médica bajo la administración del BPS. Con posterioridad y completando la teleología de establecer un régimen universal de asistencia y aportación de los usuarios, la ley 18.211 creó el SNIS. Su **art. 57 crea el Seguro Nacional de Salud (SNS) financiado por el FONASA con cargo al cual se pagará las cuotas de salud que correspondan a los prestadores que integren el SNIS**. Si bien el FONASA sigue siendo administrado por el BPS, hay un cambio relevante por cuanto el SNS será administrado por **la Junta Nacional de Salud (JUNASA)**, órgano creado por el art. 23 *“como organismo desconcentrado dependiente del Ministerio de Salud Pública...”*. Por su parte, el art. 55 dispone que los prestadores de servicios de salud, tanto públicos como privados, tendrán derecho al cobro de las cuotas de salud según las personas inscriptas en su padrón, bajo condición de que presten en forma efectiva los servicios asistenciales a los usuarios incorporados al Seguro Nacional de Salud.

Sobre el flujo de fondos FONASA cabe estar a las emergencias del capítulo 6 del Prospecto “Créditos Cedidos y Fondo de Garantía IAMC”. De allí tomamos como datos relevantes, que la recaudación de estos créditos en el período 2016-2018 se ha mantenido estable, prácticamente sin cambios. Por su parte y quizás el dato más relevante es que de la recaudación FONASA anual, el **80,55% es de libre disponibilidad**. El 20% afectado, se distribuye en 15,36% de cesiones previas, siendo el 4,09% restante, el caudal de créditos cedidos para amortizar los TD que emita este segundo Fideicomiso Financiero.

¿Ahora bien, cómo afectaría la estabilidad y solvencia de este flujo cedido si esta situación cambiara en forma radical? Ejemplos: a) que por motivos ajenos a las partes, la administración del FONASA dejara de verter en tiempo y forma los fondos, b) que dicho cambio obedeciera a incumplimientos del

fideicomitente a las obligaciones impuestas por las leyes 18.131 y 18.211 y que afectaran la generación misma de los créditos, c) que ocurriera una pérdida masiva de socios o se afectara la prestación de los servicios de salud.

(ii) Soluciones legales y convencionales.

La solución más importante a todas estas interrogantes está dada por la garantía específica creada por la Ley 18.439 y reglamentada por Decreto 792/008. Para arribar a esta conclusión debemos tener en cuenta los siguientes elementos:

- a) Se trata de una garantía de **fuerza legal**. Esto es central y la propia Ley se encarga de reforzarla con la responsabilidad que asume al Estado al garantizar la estabilidad normativa en su artículo 5.
- b) Es una **típica obligación de garantía**. Es importante distinguirla de la garantía de los títulos de deuda en el contexto del artículo 25 Ley 17.703. En efecto, ésta última norma dice que los certificados de deuda que emita un fideicomiso financiero están garantizados con los bienes que integran el fideicomiso. Aquí se utiliza el término en su acepción genérica, en el entendido que existe un patrimonio determinado afectado a responder por el derecho del acreedor. Pero la garantía creada por la Ley 18.439 tiene los rasgos de típica obligación accesoria a otra principal; pues accede a la obligación de pago consignada en el propio TD a favor de su titular. Ergo, su ejecución operara exclusivamente si los bienes fideicomitados son insuficientes para los pagos pactados. La prueba más cabal de lo anterior surge de la propia Ley al establecer que la garantía se mantendrá vigente hasta la cancelación total del financiamiento obtenido.
- c) Son recursos **provenientes de Rentas Generales**. Otro dato relevante en atención a su indubitable solvencia.
- d) El **Fondo de Garantía IAMC** está concebido como un **patrimonio de afectación independiente**, o sea, responde exclusivamente por el pago del financiamiento obtenido por las instituciones comprendidas en el sistema.
- e) A mayor ahondamiento, con fecha 16/10/2009 se constituyó el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, mediante el cual el MEF como Fiduciante **transfirió a su patrimonio los fondos, créditos y la garantía** de estabilidad, recibiendo en contrapartida un certificado de participación que lo convierte en beneficiario por el remanente del fideicomiso. República Afisa es también Fiduciario de esta estructura que en definitiva funge de garante del repago de los TD a emitirse en los términos del Contrato.

- f) **Programa de ejecución convencional de la garantía** (cláusulas 11 del Contrato). Puntualmente, el apartado 11.2 expresa que República Afisa, en su rol de Fiduciario del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, al constatar que se encuentren *“pendientes de pago los TD por insuficiencia de los fondos percibidos por la cesión de los Créditos y que el Fideicomitente no cumpla con su obligación de transferir los montos adicionales (...) dentro de las 48 horas hábiles subsiguientes y sin necesidad de otro aviso, intimación o instrucción de especie alguna, ordenará la transferencia a la Cuenta del Fideicomiso Financiero CASA DE GALICIA II de fondos provenientes del Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC en cantidad suficiente para cumplir el pago vencido”*. Como se aprecia, se establece un mecanismo sumario, razonable y eficiente de ejecución de la garantía.

En síntesis, el caudal de créditos futuros del FONASA luce suficiente y no hay indicios o informaciones objetivas que sugieran la suspensión o interrupción de su normal percepción. Pero en el escenario más negativo, de producirse alguna contingencia del tipo, se encuentran cubiertas con las previsiones legales y /contractuales que vienen de exponerse y en última instancia los recursos del Fondo de Garantía IAMC son suficientes para cubrir las obligaciones bajo los TD.

(iii) Gravámenes vigentes sobre los créditos. Orden de prelación.

La cesión de los Créditos provenientes del FONASA se realiza por el Fideicomitente acompañado de la declaración *“libre de obligaciones y gravámenes”*. Y esto es así, salvo por las afectaciones previas que ya existen sobre los mismos créditos. En efecto, en la cláusula 6.4 del Contrato el Fideicomitente declara que existen créditos cedidos a favor de terceros y que tienen preferencia de cobro, **listados en Anexo 4** y asimismo que existe una cesión previa sobre el mismo flujo a favor del Fideicomiso de Administración Casa de Galicia I, pero que no tiene preferencia sobre la cesión a la estructura de marras; lo cual ya estaba previsto y reglamentado en la Resolución N° 350 como complemento de las contragarantías allí exigidas.

(iv) Las contragarantías. Resolución N° 350 y las sustituciones temporarias habilitadas por las Resoluciones N° 394 y 405 del MSP/MEF

El fundamento rector viene dado a texto expreso por el inciso final del artículo 3 de la Ley 18.439 cuando establece que IAMC que pretenda obtener la garantía estará obligada a constituir a favor del Fondo las *“garantías reales o de otra especie que éste exija, a los efectos de contra garantizar la obligación que eventualmente deba cumplir el Fondo de Garantía IAMC, hasta la cancelación total del financiamiento obtenido por la institución”*. De suyo, cuando la resolución ministerial original (350) condiciona la emisión de la garantía para la cobertura del monto de la emisión proyectada y sus intereses, no hace más que cumplir aquel mandato legal y el texto del decreto reglamentario 792/008. En la especie, se admitieron – pues así lo ofreció Casa de Galicia -, la constitución de hipotecas sobre determinados padrones y la ampliación de la hipoteca ya constituida sobre el padrón 51.175 (sanatorio de la institución) en ocasión del primer fideicomiso financiero.

Ahora bien, en este proceso de formalizar los gravámenes surgieron observaciones cuya subsanación o corrección han demandado más tiempo del estimado por la fiduciante, razón por la cual éste se abocó a ofrecer contra garantías **sustitutas y temporarias** a satisfacción del Poder Ejecutivo para dar cumplimiento a la norma legal precitada. Añadidura de esta demora, Casa de Galicia solicitará un crédito bancario del orden de los \$ 61.000.000 que funge de adelanto de fondos, mientras se completa el proceso de emisión.

Así las cosas, era imprescindible que el MSP y el MEF emitieran el o los actos administrativos habilitantes, tanto de la extensión de la garantía por el nuevo financiamiento, así como de las contra garantías sustitutivas ofrecidas por la IAMC. Esto se cumplió en dos instancias: **(a)** mediante la **Resolución N° 394** del 2 de diciembre de 2019, por la cual se difiere la constitución de las hipotecas sobre los padrones 867, 9.592/001 y 426.825, siempre que en su lugar la institución *"otorgue prenda sobre valores públicos nacionales cotizables o fianza emitida por una empresa aseguradora habilitada por el Banco Central del Uruguay..."* y **(b)** mediante la **Resolución N° 405** del 6 de diciembre de 2019, que al constatar que la dificultad de constituir hipoteca se extendió a los padrones 793, 51.174 y 102.223; resolvió diferir asimismo la constitución de estos gravámenes reales, exigiendo a Casa de Galicia el ofrecimiento de idénticas contra garantías sustitutas, naturalmente ampliando el monto de la cobertura.

Estas garantías temporarias tienen la particularidad que son líquidas o fácilmente liquidables, las que lógicamente deberán ser canceladas una vez se levanten las objeciones y se constituyan las hipotecas sobre todos los padrones indicados en la Resolución original N° 350, procedimiento que finalizará con la inscripción registral de las hipotecas, dado su efecto constitutivo. En suma, con estas resoluciones ministeriales complementarias se sortea la objeción jurídica y República Afisa está en condiciones, a su vez, de emitir la fianza cuyo modelo luce como Anexo 5 del Contrato y en un todo de acuerdo con la cláusula 10.2 del contrato de Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.

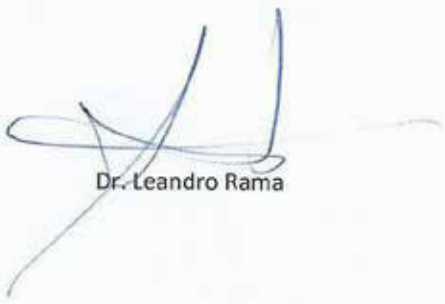
IV - Conclusiones

7. La estructura cumple con los requisitos legales y reglamentarios (tanto de derecho público como privado) referenciados a lo largo del informe; representando una segunda etapa del proceso de reestructuración del pasivo y mejoramiento de la gestión de la Institución.
8. Tanto el Fiduciario como el Fideicomitente cumplen con los requisitos para obligarse en forma válida y eficaz en la presente estructura.
9. Los recursos que tiene derecho a percibir el fideicomitente del FONASA lucen suficientes para asegurar el pago de los títulos de deuda. No hay elementos objetivos que hagan suponer un cambio sustancial en la percepción del flujo de créditos.
10. Las afectaciones previas y que gozan de prelación sobre el mismo caudal de créditos, no representan un elemento preocupante en relación a las amortizaciones comprometidas en este negocio fiduciario.

11. La obligación accesoria de garantía, constituida a favor de los TD por el Fondo de Garantía IAMC y el procedimiento para su ejecución convencional, representan la principal fortaleza en orden al pago total de los valores.
12. La garantía de estabilidad normativa del art. 5 de la Ley 18.439, es un elemento coadyuvante en tanto el Estado compromete su responsabilidad patrimonial.

En suma, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos que sugieran el incumplimiento en el pago total y puntual de los Valores.

Montevideo, 9 de diciembre de 2019.



Dr. Leandro Rama

ANEXO II
INFORMACION SECTORIAL

Anexo I
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 extremadamente dependiente de disposiciones de política pública, CARE realiza en ocasión de cada actualización de calificación algunas referencias al marco general en el que se desenvuelve el mercado de la salud.

El sector no reviste, en general, cambios significativos en los meses que separan cada una de las actualizaciones, pero aún así corresponde observar las grandes tendencias que aparecen como determinantes para volver sustentable al Sistema Nacional de Salud. Este, al ser cerrado, debería evitar ciertas inconsistencias generales que lo volverían más vulnerable. Dichas inconsistencias se describen a continuación:

- **Valores y precios relativos entre ingresos y costos.** La demanda por servicios de salud tiene como tope a la población del Uruguay y su tasa de crecimiento demográfico es cercana a cero. A su vez, la mayoría de los precios de referencia de la salud están fijados de forma administrativa, mientras que el costo de insumos y el de los recursos humanos se regula de forma libre en el mercado.
- **Endeudamiento de las instituciones.** El endeudamiento podría ser el primer síntoma de desajuste. Este podría ser bancario, con proveedores y/o adeudando algún componente de las remuneraciones al factor trabajo.
- **Financiación del desajuste entre los ingresos y egresos del FONASA.** Esta variable refiere a las partidas desde el Estado para cubrir las diferencias del Sistema.

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 Gráfica 1).

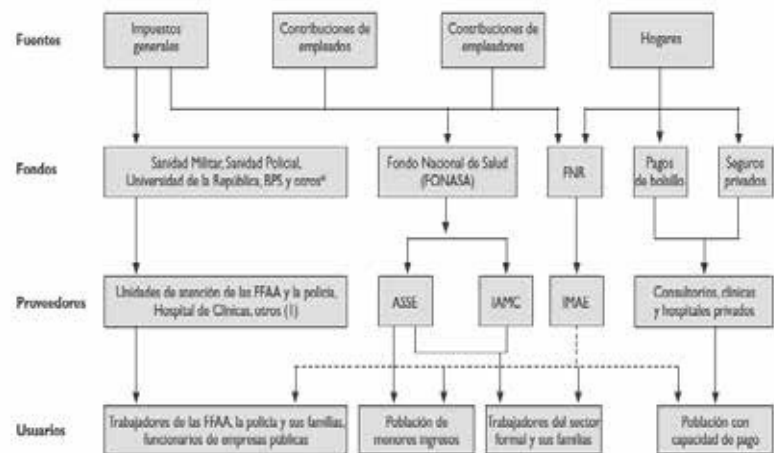
El principal proveedor de servicios de salud son las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 61,8% de los uruguayos¹. La mayoría de estas instituciones cuentan con unidades de atención propias. El sector privado cuenta también con los llamados Seguros Privados, que son empresas privadas que brindan atención a cambio del pago de primas cuyo

¹. Según el Anuario 2018 del Instituto Nacional de Estadística

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% de la población y las unidades de las fuerzas armadas al 4%. 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.

Gráfica 1. Institucionalidad del Sector Salud.



El Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS) se sustentó en cuatro leyes fundacionales entre el 2005 y el 2007. En primer lugar la Ley 17.930 de Presupuesto Nacional (2005-2010) que estableció las grandes líneas programáticas del SNIS. Luego la Ley 18.131 que crea el FONASA, la Ley 18.161 que descentraliza a los servicios de salud estatales (ASSE) y la Ley 18.335 sobre garantía de derechos y deberes de los usuarios. La Ley 18.211 define el modelo de financiamiento y completa la configuración del SNIS explicitando en el artículo cuarto sus objetivos generales. En diciembre de 2010, se aprobó la Ley 18.731 por la que se incorporaron a la cobertura por FONASA los jubilados y pensionistas, profesionales que ejercen fuera de la relación de dependencia y aquellos que hasta ese momento se encontraban cubiertos por Cajas de Auxilio y Seguros Convencionales. Asimismo, incluyó un capítulo modificativo del régimen de aportes personales al financiamiento del fondo, que supuso el establecimiento de un umbral por encima del cual se procede a la devolución de aportes.

También, hubo un cambio en el modelo de gestión que apuntó a un nuevo rol del Estado en lo que refiere a fijar objetivos y metas, es auditor, evaluador y

fiscalizador de su cumplimiento y se compromete e involucra en la mejora de su desempeño; un estado regulador que fija y aplica premios y castigos, con el propósito explícito de posibilitar un funcionamiento diferente del sistema y que se convierte en “escudo” de los derechos de los usuarios.

Es de destacar la creación de la JUNASA como organismo desconcentrado dependiente del MSP, integrado por representantes del MSP, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el Banco de Previsión Social (BPS) y de los trabajadores, usuarios e instituciones públicas y privadas prestadoras de servicios asistenciales. La JUNASA suscribe contratos de gestión con cada uno de los prestadores del SNIS, regulando y controlando el cumplimiento de los derechos exigibles en número, tipo y calidad de las prestaciones recibidas por los beneficiarios del Sistema.

Transcurridos ya más de 11 años² desde el inicio de las modificaciones normativas más importantes del Sistema Nacional Integrado de Salud (SNIS), el entorno de la salud en el cual CARE revisa sus calificaciones, ha venido incorporando algunas novedades. Como se podrá advertir, el SNIS conforma un mercado pseudo estatizado, cerrado, donde la iniciativa privada y la innovación tienen caminos complejos. En este ecosistema, los socios que pierde una institución, necesariamente los gana otra dentro del Sistema incluido ASSE. No obstante lo anterior, se destacan 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. Por lo antes mencionado, el sector salud es un mercado intervenido desde la política pública en todas sus aristas. Bajo esta premisa, CARE analiza el comportamiento del Sistema y su sustentabilidad, que corre paralela con las Finanzas Públicas.

Por lo antes expuesto y 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

² Ley No 18.211 del 5 de diciembre de 2007

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 FONASA³, ha forzado al Sistema ya que ha alcanzado un déficit mayor al 1% del PBI en 2018 y seguramente se incremente en 2019 como se sugiere con la información parcial del cuadro 5. Es importante aclarar que el diseño del SNIS en lo que respecta a su Resultado Económico, es presionado en varios sentidos. Por un lado, un 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. Seguramente las finanzas del sector revistan una externalidad positiva con la instrumentación de la Ley 19.210 (Acceso de la población a servicios financieros y promoción del uso de medios de pago electrónicos). Esta Ley comenzó a ser instrumentada en 2017 y seguramente los efectos positivos para las finanzas del Sistema por la mayor formalización del trabajo fueron contrapuestos con una merma en el empleo en la economía.

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 sectorial, cobertura, endeudamiento institucional, precios relativos entre los precios administrados del sector salud y los restantes precios de la economía. En efecto, el gasto público es imprescindible para transferir los ingresos a las instituciones oferentes de servicios de salud, y las fijaciones administrativas de precios relevantes deben monitorearse para verificar que recojan los costos de producir dichos servicios. 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 podría gestar por una combinación de:

- a. atrasos en el pago de las remuneraciones al factor trabajo,
- b. atrasos en los pagos a proveedores y,
- c. atrasos en el pago de créditos al sector financiero formal.

En los primeros 2 puntos, CARE no cuenta con información estadística de análisis. La única información que se analiza en el presente informe, es la referente al endeudamiento con instituciones financieras, estadísticas generadas con periodicidad mensual y con un mínimo atraso por el BCU.

³. Este hecho será profundizado 4.2.

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: (a) aportes patronales del 5% sobre las retribuciones y aporte de los trabajadores de: (a) 3% para quienes perciben menos de dos BPC⁴, y (b) de 4.5% y 6% en caso de superar el límite de ingresos mencionado. 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 N° 18131 Creación del Fondo Nacional de Salud
- Ley N° 18161 Descentralización de ASSE
- Ley N° 18211 Creación del SNIS
- Ley N° 18335 Ley de Derecho de los Usuarios
- Ley N° 18439 Creación del Fondo de Garantía IAMC
- Ley N° 18731 Cronograma de ingreso de pasivos a FONASA
- Ley N° 18922 Precisiones respecto a los contenidos de la Ley 18731 y facultades del FONASA.
- Decreto N° 292/012. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decretos N° 190/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 255/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 384/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2015.
- Decreto del 258/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a julio del 2015.
- Decreto del 378/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2016.
- Decreto N° 214/016 del 11 de julio de 2016
- Decreto N° 574/016 del 30 de diciembre de 2016
- Decreto N° 188/017 del 14 de julio de 2017
- Decreto del 17 de enero de 2018
- Decreto del 27 de agosto de 2018
- Decreto del 17 de enero de 2019
- Decreto N° 433/2019, del 8 de julio de 2019

⁴ Base de Prestaciones y Contribuciones

3. La salud en cifras⁵

Cobertura

Según informa el INE, el 98,7% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud (ver Cuadro 1). 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 IMAE⁶ privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias

Cuadro 1. Distribución de la población, por área geográfica, según sistema de atención de salud

Sistema de atención de salud	Total	Montevideo	Resto País
Solo instituciones de asistencia médica colectiva	38,6	32,0	42,9
Instituciones de asistencia médica colectiva y emergencia móvil	21,0	36,5	10,9
Solo Ministerio de Salud Pública	28,2	16,0	36,1
Ministerio de Salud Pública y emergencia móvil	1,4	1,7	1,2
Sanidad Militar o Policial	5,1	4,0	5,8
Sanidad Militar o Policial y emergencia móvil	1,8	3,2	0,9
Solo otro	0,3	0,3	0,3
Otro y emergencia móvil	2,2	4,6	0,6
Solo emergencia móvil	0,1	0,1	0,1
Sin cobertura	1,3	1,4	1,3
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: Anuario 2018. Instituto Nacional de Estadística (INE) - Encuesta Continua de Hogares (ECH).

La cobertura del FONASA alcanza el 71% de la población, una cifra aproximada de 2,4 millones de personas, distribuyéndose en un 80% a través de la IAMC, un 3% a través de los seguros privados y el 17 % 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.

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 61,8% de la población se atiende en alguna IAMC y el 29,9% se atiende en ASSE (ver Cuadro 2 y Gráfica 2).

⁵. Para la confección de la actualización del Entorno del Sector Salud se recopiló información estadística comprendida en "Cuentas Nacionales de Salud 2011 - 2015", Rendición de Cuentas de la JUNASA para el año 2017.

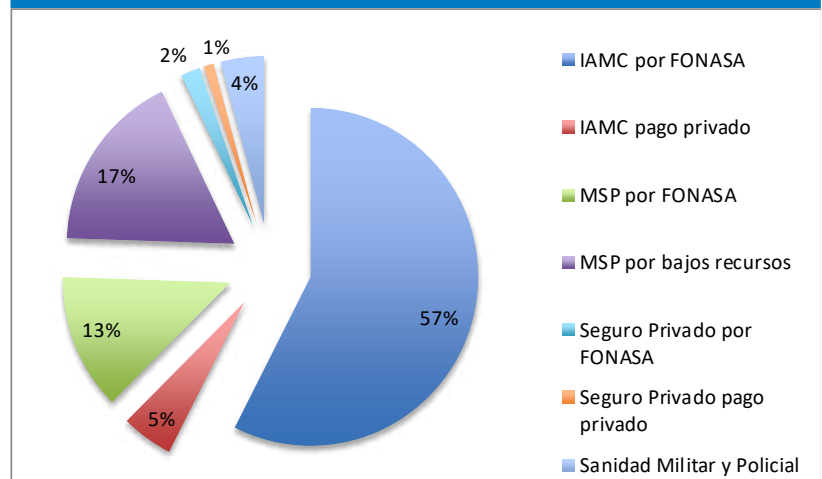
⁶. Institutos de Medicina Altamente Especializada.

Cuadro 2. Distribución de la población, por área geográfica, según sistema de atención de salud (FONASA) (porcentaje)

Sistema de atención de salud	Total	Montevideo	Resto País
Total	100,0	100,0	100,00
Instituciones de asistencia médica colectiva por FONASA	57,3	65,6	51,8
Instituciones de asistencia médica colectiva pago privado	4,5	5,7	3,7
Ministerio de Salud Pública por FONASA	12,6	7,1	16,2
Ministerio de Salud Pública por bajos recursos	17,3	10,9	21,5
Seguro privado a través de FONASA	1,9	3,9	0,5
Seguro privado pago privado	0,5	1,1	0,2
Sanidad Militar o Policial	4,2	4,0	4,4
Otro	0,3	0,2	0,4
Solo emergencia móvil	0,1	0,1	0,1
Sin cobertura	1,3	1,4	1,3

Fuente: Anuario 2018. Instituto Nacional de Estadística (INE) - Encuesta Continua de Hogares (ECH).
Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido a redondeos en las cifras.

Gráfica 2. Población según sistema de atención de salud.



Financiamiento

Las fuentes de financiamiento se pueden agrupar de la siguiente forma:

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

Cuadro 3. Gasto en Salud* (porcentajes y dólares corrientes)

Año	Gasto en Salud/PBI	Gasto en Salud (millones)	Gasto per cápita
2004	8,70%	1.160	351
2005	8,20%	1.426	431
2006	8,30%	1.606	485
2007	8,00%	1.864	561
2008	7,90%	2.410	723
2009	9,00%	2.715	812
2010	8,80%	3.410	1.016
2011	8,50%	4.160	1.235
2012	9,00%	4.454	1.318
2013	8,80%	5.067	1.473
2014	9,00%	5.067	1.467
2015	9,20%	5.109	1.532
2016**	9,20%	5.203	1.625
2017**	9,00%	5.325	1.566
2018**	9,00%	5.239	1.541

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

Nota: las cifras de gasto en salud refieren a estimaciones del MSP.

** estimado y calculado por CARE

En lo que respecta a la comparación internacional, el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional (ver Cuadro 4).

Cuadro 4. Comparación internacional Gasto en Salud/PBI *	
	En %/PBI
EEUU	17
SUIZA	12
ALEMANIA	11
CANADÁ	10
FRANCIA	12
ESPAÑA	9
URUGUAY	9
JAPÓN	10
CHILE	8
ARGENTINA	5
MÉXICO	6
COLOMBIA	7
PERÚ	6

Fuente: CIA World Factbook con información de 2018

* "Los gastos en salud se definen ampliamente como actividades realizadas por instituciones o individuos a través de la aplicación de conocimientos y tecnología médica, paramédica y de enfermería, cuyo objetivo principal es promover, restaurar o mantener la salud"

4.2. Evolución de las fuentes de Financiamiento

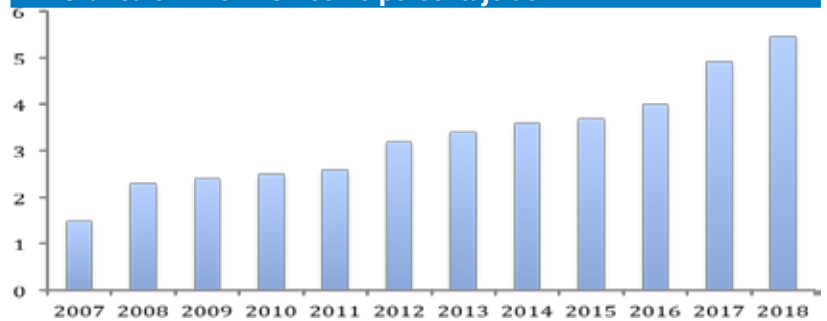
En esta sección se describirá la evolución del financiamiento del sector como un sistema cerrado, independientemente de que hayan o no instituciones ganadoras y perdedoras dentro del mismo.

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 privados⁷. 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). Este rubro del gasto crece año tras año, habiendo registrado un valor mayor al 4% del PBI (Ver Gráfica 3). En el último año el gasto volvió a crecer, impulsado en buena medida por la baja de la inflación, que determinó un incremento real de las remuneraciones sectoriales, el principal componente del gasto.

⁷. También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

Gráfica 3. FONASA como porcentaje del PBI



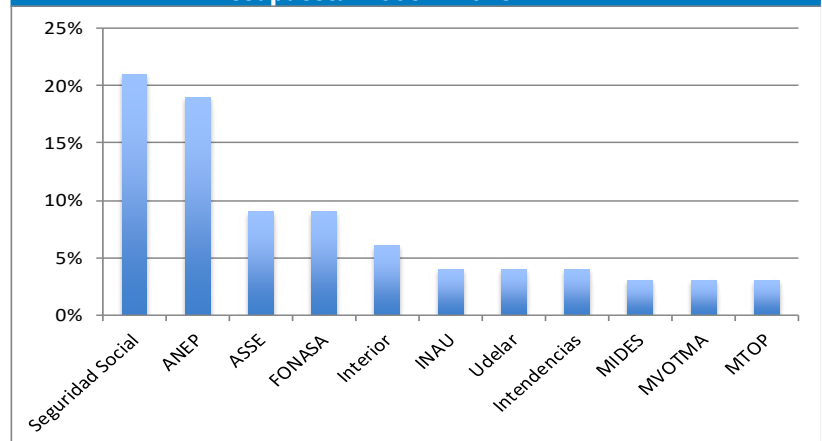
Fuente: Elaboración propia en base a información del MEF y BCU.

En lo que respecta al financiamiento privado de los hogares se realiza a través del gasto directo en Salud que hacen las personas (estos denominan financiamiento de "Prepago" y "Gastos de Bolsillo").

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

El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. El déficit de 2018 fue de 21,8 mil millones de pesos aproximadamente, el que se ha expandido año tras año. Si bien este desfasaje está previsto en la Ley, es imperioso monitorearlo semestralmente ya que ha alcanzado valores de difícil sustentabilidad en el largo plazo. La Gráfica 3b describe los destinos de los incrementos presupuestales desde el 2005 hasta el 2018.

Gráfica 3b. Principales destinos del incremento del Gasto Presupuestal 2005 – 2018.



Cuadro 5. Transf. Rentas Grales. al FONASA y Egresos Totales en Mills \$ const. 2018

	Ene-18	Feb-18	Mar-18	Abr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Ago-18	set-18	Oct-18	Nov-18	Dic-18	Ac. 2018
Ingresos	6932	5437	5.301	5641	5991	5.248	6.165	5.317	5.918	5.549	5554	5.415	68.468
Egreso	7.137	6.869	6.839	6.845	6.812	6.822	6.839	6.819	10.691	8.688	7216	8.716	90.293
Resul. Fonasa -205	-1.432	-1.538	-1.204	-821	-1.574	-674	-1.502	-4.773	-3.139	-1.662	-3.301	-21.825	

* estimado por CARE

Fuente: CARE en base a información del BPS

Como se describió en informes anteriores, los egresos han aumentado debido a que año tras año se fueron incorporando personas en tramos de edad que generan más gastos que ingresos.

Desde la implementación del Sistema, los colectivos incorporados han sido los siguientes:

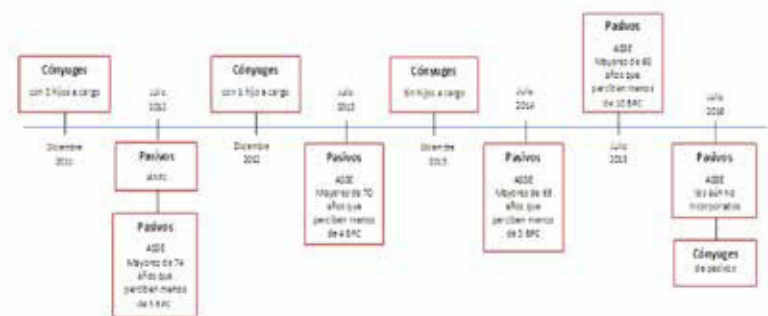
- Trabajadores amparados al antiguo sistema de salud
- Trabajadores formales de la actividad privada y sus hijos menores de 18 años o mayores con discapacidad
- Trabajadores de la actividad pública sin cobertura
- Trabajadores y pasivos bancarios
- Trabajadores que desarrollan su actividad como Servicios Personales,
- Trabajadores de Cajas de Auxilio o Seguros Convencionales y afiliados a Caja Notarial de Seguridad Social.
- Cónyuge o concubino del aportante con o sin hijos menores de 18 años a cargo
- Jubilados que se desempeñaron como dependientes con ingresos menores a 9954 pesos uruguayos del 1 de enero de 2014.
- Jubilados que se desempeñaron como no dependientes con ingresos de hasta 2.5 BPC e integren hogares cuyo promedio de ingresos por todo concepto por persona no supere las 2.5 BPC
- Nuevos Jubilados que en situación de actividad tuvieran amparo en el SNIS
- Jubilados por incapacidad física con ingresos de hasta 4 BPC, jubilados de Cajas de Auxilio o Seguros Convencionales cuya afiliación mutual está financiada íntegramente por dichos seguros y jubilados de Caja Notarial de Seguridad Social.
- Jubilados y Pensionistas IAMC y Pasivos ASSE mayores de 74 años y con ingresos de hasta 3 BPC
- Jubilados y Pensionistas mayores de 70 años con ingresos hasta 4 BPC

En la Gráfica 4 se describe a la evolución de las incorporaciones realizadas entre 2011 y 2016⁸.

Como fuera mencionado en actualizaciones anteriores, los ingresos probablemente estén disminuyendo por la reducción de la masa salarial de la economía.

La brecha existente entre egresos e ingresos se ha mantenido estable en 2018, no obstante aumentó considerablemente en el período de tiempo estudiado. 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.

Gráfica 4. Evolución de los incorporados al FONASA.



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

Se estima que el déficit del FONASA para el año 2018 signifique más del 1% del PBI y represente aproximadamente el 30% del déficit acumulado del Sector Público. Este déficit representa una cifra de importante magnitud que se acentuaría ante un proceso de deterioro de la actividad económica, ya que los ingresos del Sistema se reducirían en función de la caída del empleo, mientras que los gastos serían, al menos, constantes.

Otro elemento que es considerado regularmente en el presente informe es el resultado de la movilidad regulada de usuarios. Una creciente movilidad podría representar un descuento de los usuarios con la IAMC elegida y una movilidad estable o decreciente podría representar un factor favorable. En 2018, el Ministerio de Salud Pública suspendió la apertura del corralito mutual, por lo que los movimientos entre IAMC deben de ser considerados por tres motivos: (a) económicos, (b) por cambio de domicilio o (c) por disconformidad con el prestador del que son socios.

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.

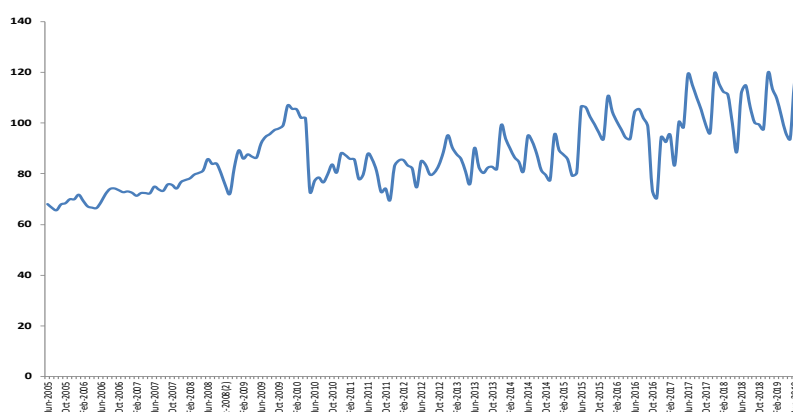
Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: "Actividades de hospitales", "Actividades de médicos" y "Otras actividades relacionadas con la salud humana"⁹. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario consolidado y los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.

⁸. Ver Cuentas Nacionales de Salud 2009-2012.

⁹. Sector CIU revisión 3, código 85110, 85120 y 85190

Este endeudamiento se encuentra estable según se describe en la gráfica 6. 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. Otras 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.

Gráfica 5. Endeudamiento del sector salud
Créditos al sector salud en millones de dólares



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"¹⁰. 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 cuadro 6, "la remuneración de los recursos humanos" representa entre el 66% y el 68% de los costos de los "prestadores de salud", "otros suministros y servicios" y "medicamentos" representan entre el 26% y 33%. De esta forma, siguiente la evolución histórica de los cocientes entre el precio y los costos más relevantes.

Cuadro 6. Estructura del gasto de la producción de los servicios de Salud

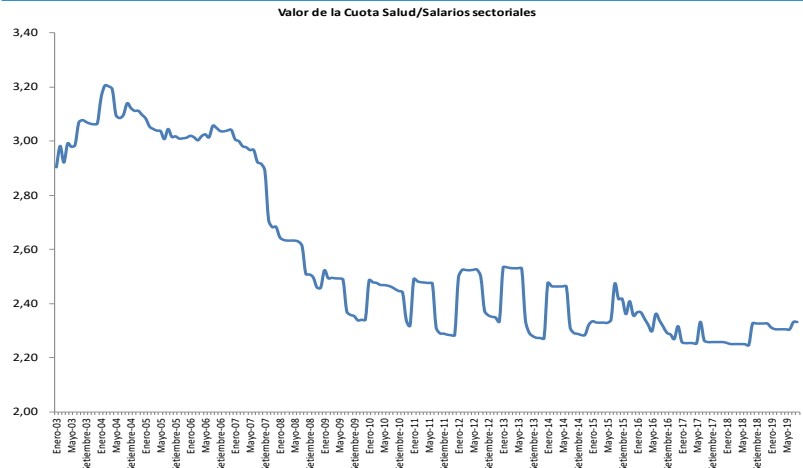
Gasto	ASSE	IAMCS
Remuneración de Asalariados	51	64
Remuneración de Profesionales autónomos	15	4
Materiales y servicios	33	26
Otros Gastos	1	6
Total	100	100

Fuente: CARE en base al Informe de Cuentas Nacionales de Salud (MSP-OPS/OMS)

¹⁰. Es un precio administrado por el Poder Ejecutivo que contempla la variación en los costos según una paramétrica definida.

Estos tres precios son los que en tendencia, deberían de 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. La persistencia de aumentos de salarios y costos de insumos no reflejadas en el precio de la cuota deberían verse reflejados en un aumento del endeudamiento bancario, con proveedores o con empleados.

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

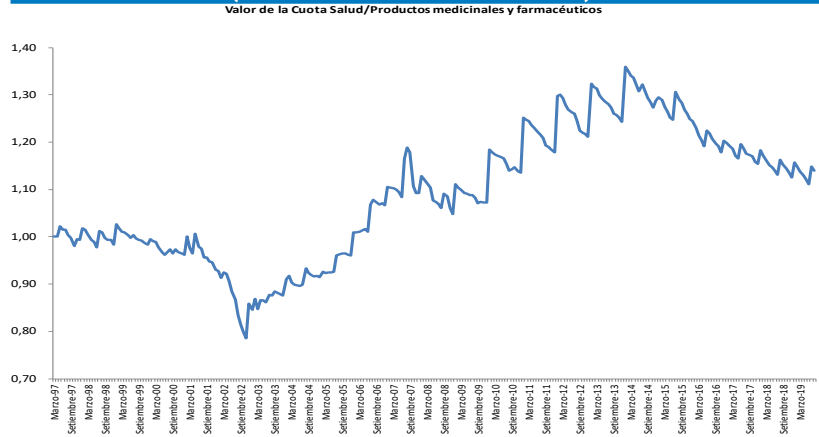


Fuente: CARE en base a información del INE

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. Se espera que en el futuro próximo, producto de un cambio en los precios relativos, cambie la tendencia de este cociente.

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).



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

Principales Resultados

En la presente actualización del sector Salud no se evidencian signos de alertas macrosectoriales de importancia. Producto del aumento del tipo de cambio y de la modificación de precios relativos que esto ocasiona, los productos medicinales han aumentado respecto a los salarios. Como fuera mencionado anteriormente, el riesgo del Sistema está asociado al riesgo de financiamiento del Estado en general y a la disposición desde la política pública de continuar con una serie de transferencias desde Rentas Generales que cada vez son más importantes para sostener las cuentas de Salud. El escenario económico de corto plazo reviste una coyuntura adversa para el mercado laboral, afectando la masa salarial de la economía. Esta nueva realidad seguramente redundará en una caída de los ingresos del FONASA. Al ser los gastos inelásticos y poco flexibles, las tensiones del sistema podrán aumentar dado el nivel alcanzado de déficit fiscal (4,9 % del PBI).