

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

Montevideo, setiembre de 2019

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
8	II LOS TITULOS DE DEUDA
10	III LA ADMINISTRACION
13	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
18	V EL ENTORNO
20	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORMACION SECTORIAL	

**Actualización de la Calificación de la Emisión del FF Nuevo Casmu
26 -setiembre - 2019**

Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por UI 373.000.000.
Activo Fideicomitido:	Créditos CASMU IAMPP contra el Fondo Nacional de Salud (FONASA)
Fiduciario y Emisor:	República AFISA
Fideicomitente:	CASMU IAMPP
Amortización Capital:	26 cuotas semestrales iguales y consecutivas a partir del 30.10.2012 luego del periodo de gracia de dos años.
Pago	semestral de intereses
Tasa:	5.75% en UI
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
Asesor Jurídico CASMU IAMPP:	Estudio Olivera Abogados
Administración y pago:	República AFISA
Entidad Registrante:	BEVSA.
Calificación de riesgo:	A.uy
Vigencia de la calificación:	hasta el 30 de abil del 2020 ¹
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Manual utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas 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 actualizado la calificación de los títulos representativos de deuda emitidos a partir del "Fideicomiso financiero Nuevo CASMU" manteniendo la calificación A.uy de grado inversor.

- El objetivo de esta calificación es evaluar el riesgo del inversionista o beneficiario financiero de recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más el interés ofrecido.
- La emisión de los títulos culminó un proceso de cambios institucionales y de reestructura de pasivos con la conformidad de los acreedores originales y la supervisión de los Ministerios intervenientes. La emisión se realizó asimismo como consecuencia de la formulación de una política de amplio consenso, destinada a garantir ese proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del viejo CASMU, a través de medidas que se han extendido a otras Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC).
- El blindaje jurídico de los títulos de deuda, en especial la garantía del Estado conferida y el modo de organizarla, sigue constituyendo la principal fortaleza de los títulos. Téngase presente que el desempeño económico en el pasado del CASMU, como indicador del comportamiento futuro, ofrece dificultades, pese a los avances alcanzados en el proceso de cambios en el modelo de gestión. Esto se tradujo en que la institución ha alcanzado resultados positivos en los últimos 5 años.
- Por lo tanto el fideicomiso de cuotas FONASA no podría constituir en sí mismo una garantía de repago suficiente como para alcanzar una calificación de grado de inversión para los títulos como la que se ha otorgado. Así lo han entendido tanto el gobierno como la propia Institución, al acompañar los bienes fideicomitidos no solo de la garantía del Estado, sino de una forma de constituirla de singular eficacia.
- Esta operación se suma a otras dos, análogas a esta, todas apuntando al mismo objetivo de financiar mejoras de gestión
- El Fideicomiso se viene desempeñando con normalidad y está al día con sus obligaciones.
- Junto a la estabilidad de las normas; a la probabilidad muy baja, que se analizó en su momento en el Informe Jurídico, de litigios que puedan afectar el funcionamiento de la garantía, más aún dado el tiempo transcurrido; a la conformidad con todas las disposiciones en vigencia; la principal fortaleza del repago de los títulos, que hace que puedan alcanzar el grado inversor, se vuelve a subrayar que estriba en la fortaleza de la garantía del Estado, en el monto de la misma (puede cubrir todas las obligaciones de este fideicomiso y de otros deanáloga naturaleza), y en la peculiar forma eficaz e inmediata en que podría ser ejercida.

I. INTRODUCCION

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo fue contratada para actualizar la calificación de los títulos de deuda emitidos por República Administradora de Fondos de Inversión S.A. por UI 373.000.000 (unidades indexadas trescientos setenta y tres millones) de valor nominal, provenientes de la securitización del activo financiero consistente en el flujo generado por los créditos que corresponden percibir por CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin fines de Lucro del Fondo Nacional de Salud (FONASA) por un plazo de 15 años en las condiciones establecidas en el contrato de fideicomiso oportunamente firmado. Los títulos de deuda están garantidos por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC. Según estructura financiera oportunamente descrita, CASMU IAMPP – el fideicomitente- trasmittió la propiedad fiduciaria del activo financiero referido a República Afisa según contrato de fideicomiso financiero de oferta pública.

La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para el o los beneficiarios, y por tanto la calificación debe considerarse como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio².

El riesgo del inversionista o beneficiario financiero que se califica, es el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés, en este caso³.

Esta operación consistió en una emisión de oferta pública de títulos representativos de deudas escriturales por un monto de UI 373.000.000, amortizables en 26 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 20.565.973, comprendiendo las mismas, capital e intereses, pagaderas a partir del 21 de noviembre de 2012. El interés es 5.75 % anual en UI desde la fecha de la emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda. Por tanto se estableció un período de gracia de dos años, con pago semestral de intereses de UI 10.723.750 pagaderos a partir del 21 de noviembre de 2010, período que terminó el 21 de noviembre de 2012. Los títulos son completamente garantidos por el Fondo de Garantía IAMC, creado por la Ley 18439 fideicomitido 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. El comité de calificación estuvo integrado por el Cr. Martín Durán Martínez y por el Ing. Julio Preve. CARE contó en su momento con el asesoramiento jurídico del estudio Jiménez de Aréchaga, Viana y Brause. La validez de la presente actualización de calificación se extiende hasta el 30 de abril de 2020 sin perjuicio que, de ocurrir algún hecho relevante que lo amerite, pueda cambiar cuando se tome conocimiento del mismo.

². CARE no se responsabiliza por el uso que de este informe se haga por parte de terceros con fines distintos para el que fue elaborado, máxime cuando se tomen del mismo aspectos parciales que distorsionen su real sentido.

³. ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas...." Punto 3.

2. Antecedentes

Los antecedentes detallados de esta emisión, que culmina un proceso de cambios institucionales y de reorganización del capital de la institución pueden consultarse en la calificación original en www.care.com.uy. Un resumen de este proceso sería el siguiente:

- La formulación de una política pública, de amplia base de sustentación, destinada a garantir un proceso de reestructura del pasivo y de la gestión del antiguo CASMU.
- Vinculado a lo anterior, el ajuste de la naturaleza jurídica del anterior CASMU, a una entidad comparable a las del sistema IAMC, capaz de adquirir por sí compromisos varios.
- La aceptación por parte de los ministerios competentes del proceso de reestructura.
- La aceptación por parte de los acreedores de la nueva situación con cambios en las obligaciones originales.
- La constitución de la garantía por parte del Estado al proceso del blindaje jurídico tanto de reestructuración de pasivos, como de provisión de nuevos fondos provenientes de la emisión que se califica, para lograr capital de trabajo, pagar créditos laborales y otros, y recuperar garantías.

3. Hechos destacados ocurridos en el periodo

- El registro de afiliados al 30 de junio de 2019 demuestra que la tendencia levemente decreciente se mantiene. Ver cuadro siguiente.

Cuadro 1: Evolución del padrón de afiliados

Feb. 2016	209.216	ene. 2018	203.545
Nov. 2016	208.159	jul. 2018	199.605
Feb. 2017	209.221	Dic-18	197.585
set. 2017	203.932	Jun-19	195.307

Fuente: CARE en base CASMU

- La institución presenta una proyección de su estado de resultados al 30/9/19 en los que se espera, nuevamente, que los mismos sean superavitarios.

4. Objeto de la calificación, información analizada.

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

La información analizada en esta ocasión, fue:

- Calificaciones realizadas por CARE y sus sucesivas actualizaciones de este y otros dos fideicomisos análogos.
- Información de resoluciones JUNASA sobre el control de cumplimiento de Metas Asistenciales.
- Información pública del sector salud
- EE.CC intermedios de la fiduciaria al 30/6/19
- EE.CC intermedios del fideicomiso al 30/6/19
- EE.CC de la institución al 30/9/18 con informe de auditoría
- Proyección de resultados por el ejercicio que finaliza el 30 de setiembre de 2019

II. LOS TITULOS DE DEUDA

Los títulos de deuda a recalificar nuevamente son los títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública emitidos a partir del Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU, según documento de emisión que está disponible en los sitios web habituales del BCU. Resumen los elementos salientes de la emisión:

Fideicomitente:	CASMU Institución de Asistencia Médica Privada de Profesionales Sin Fines de Lucro (CASMU IAMPP)
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (República AFISA)
Garante:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC
Agente de Pago:	República Administradora de Fondos de Inversión S.A. (RAFISA)
Entidad Registrante:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Agente Fiduciario:	Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. (BEVSA)
Títulos emitidos:	Títulos representativos de deuda escriturales de oferta pública.
Activo Fideicomitido:	Flujo de fondos provenientes de los créditos que CASMU IAMPP 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.
Garantía:	Los títulos de deuda están garantizados por el Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC, constituido entre el Ministerio de Economía y Finanzas y RAFISA el 16 de octubre de 2009, en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439, para la emisión de las garantías a favor de las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva, cuyos planes de reestructuración hayan sido aprobados en el marco de lo dispuesto por la Ley N° 18.439.
Importe de la emisión:	UI 373.000.000 (trescientos setenta y tres millones de unidades indexadas) de valor nominal.
Interés:	5,75 % lineal anual en Unidades Indexadas desde la fecha de emisión y hasta la cancelación total de los Títulos de Deuda, sobre la base de un año de 360 días y de meses de 30 días.

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Plazo:	15 años desde el 21 de mayo de 2010, siendo el vencimiento final el 21 de mayo de 2025.
Plazo de gracia:	Dos años, con pago de intereses en 4 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 10.723.750 pagaderas a partir del 21 de noviembre de 2010 ya cumplido.
Amortización y Pago de intereses:	Los títulos de deuda se están amortizando en 26 cuotas semestrales iguales y consecutivas de UI 20.565.973 comprendiendo las mismas capital e intereses, a partir del 21 de noviembre de 2012.
Calificación de riesgo:	A.uy

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 tiempo transcurrido fortalece las conclusiones iniciales. El riesgo jurídico de estructura, que por sus características, al consolidar la garantía de los títulos, conforma la parte fundamental de la calificación, se sigue considerando prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

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

III. LA ADMINISTRACIÓN

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 2: 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 período del ejercicio anterior.

Cuadro 3: 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

Mediante contrato celebrado el 29 de abril de 2010 entre RAFISA y CASMU, se constituyó el Fideicomiso Financiero Nuevo CASMU. El mismo se encuentra amparado bajo las disposiciones de la Ley 17.703 del 27 de octubre de 2003. El 7 de mayo de 2010 el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó la inscripción del Fideicomiso en el Registro del Mercado de Valores (Comunicación N° 2010/093).

Desde su creación se viene cumpliendo normalmente con lo proyectado. Se recuerda que esta emisión está diseñada para que se amortice en dos cuotas anuales (con vencimiento en los meses de mayo y noviembre) durante 13 años una vez vencido el plazo de gracia en octubre de 2012. Cada cuota es de UI 20.565.973 que incluye amortización de capital e intereses y la última cuota vencida y cancelada fue la de mayo de 2019.

El estado de situación intermedio resumido al 30/6/19 se expone en el cuadro siguiente.

Cuadro 4: Estado de Situación del Fideicomiso

Concepto (miles \$)	30/6/2019	31/12/2018	31/12/2017
Activo	909.275	935.948	978.103
Activo Corriente	208.920	203.113	191.852
Activo no Corriente	700.355	732.834	786.251
Pasivo	878.874	902.589	939.856
Pasivo Corriente	132.417	124.564	110.098
Pasivo no corriente	746.456	778.024	829.757
Patrimonio	30.401	33.359	38.247
Pasivo y Patrimonio	909.275	935.948	978.103
Razón Corriente	1,58	1,63	1,74

Fuente: EE.CC Fideicomiso

También el fideicomiso viene recibiendo normalmente los fondos estipulados provenientes del FONASA. En el cuadro siguiente se informa sobre los saldos que, en forma anual y hasta su vencimiento en el año 2025, le resta percibir

así como lo que debe pagar a los tenedores de los títulos en concepto de amortización e intereses.

Cuadro 5: Cronograma faltante (miles UI)		
años	Cesiones	Pagos
2019	21.000	20.566
2020	42.000	41.132
2021	42.000	41.132
2022	42.000	41.132
2023	42.000	41.132
2024	42.000	41.132
2025	16.000	20.566
total	247.000	246.792

Fuente: CARE s/EE.CC Fideicomiso

El próximo vencimiento será el 21/11/19

Surge del cronograma del cuadro precedente un equilibrio en los montos que le resta percibir y los montos a abonar por concepto de amortización e intereses de los títulos. Analizado en conjunto con el estado patrimonial se advierte la solvencia del fideicomiso.

Riesgos considerados:

Riesgo administración, considerando la idoneidad 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 sin que se plantearan conflictos se considera *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 Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

El activo subyacente consiste en la cesión del flujo de fondos Fonasa así como los derechos que el fideicomitente tuviera derivados de la garantía del estado establecida en el art. 5 de la ley 18.439.

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

Al respecto, según deriva del método de análisis de CARE, se toman en cuenta los últimos ejercicios finalizados y auditados, el último de los cuales cerró el 30 de setiembre de 2018. No obstante se consideran también la calidad asistencial y la estructura organizacional.

En cuanto a la calidad asistencial se asume que no ofrece dificultades significativas en tanto la Institución es supervisada por el MSP. Esta supervisión es mayor a partir de la implementación del SNIS. A título de ejemplo importa destacar que la JUNASA controla el cumplimiento de las metas según compromiso asumido en la Cláusula Vigésimo Octava del Contrato de Gestión que suscribieran los prestadores que integran el Sistema Integrado de Salud. Como en cada actualización, la institución informa a CARE sobre las resoluciones remitidas por la JUNASA dando cuenta del grado de cumplimiento de las metas.

1. Seguimiento de la situación económico financiera

La información utilizada fue la que surge de los Estados Contables auditados, tomándose en este caso la correspondiente a los dos últimos ejercicios por ser comparables al ajustarse ambos a moneda de setiembre de 2018.

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

Al cierre del ejercicio a setiembre de 2018, nuevamente, la institución muestra resultados netos positivos, todo lo cual hace pensar que las medidas implementadas por las autoridades de la institución van en la dirección correcta. De esta forma, por quinto ejercicio consecutivo la Institución ha mantenido resultados económicos positivos y reducción del patrimonio negativo.

CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

Esta tendencia de acuerdo a las proyecciones realizadas por CASMU, se espera continúe en el período 2018-2019. En este caso, no se ha presentado proyección de resultados más allá del ejercicio en curso.

En el cuadro siguiente se exponen los resultados de la Institución para los dos últimos ejercicios expresados en moneda de setiembre de 2018 (último cerrado y auditado). Para facilitar su lectura y comparación, se agrega en el mismo cuadro los resultados en términos relativos siempre respecto a los Ingresos Operativos Netos.

Cuadro 6: CASMU. Estado de Resultados Consolidados (miles de \$)

Concepto	30/9/2018	30/9/2017
Ingresos Operativos netos	8.520.660	8.458.202
Costo de los servicios prestados	(7.841.713)	(7.679.097)
Resultado Bruto	678.947	779.105
Gastos de Administracion y Ventas	(505.348)	(562.557)
Resultado Operativo	173.599	216.548
Resultados Financieros	(35.134)	(63.914)
Resultados Diversos	14.554	(78.938)
Resultado del Ejercicio	153.020	73.696
Otros resultados integrales		3.649
Resultado Integral del Ejercicio	153.020	77.345
En % sobre Ingresos		
Total Recursos	100%	100%
Costo de los servicios prestados	92,03%	90,79%
Resultado Bruto	7,97%	9,21%
Gastos de Administracion y Ventas	-5,93%	-6,65%
Resultado Operativo	2,04%	2,56%
Resultados Financieros	-0,41%	-0,76%
Resultado Integral del Ejercicio	1,80%	0,91%

Nota: valores expresados a moneda de 30/9/18

Fuente: CARE en base EE.CC CASMU consolidados

Pese a lo anterior, la institución sigue exhibiendo patrimonio negativo como puede apreciarse en el cuadro siguiente. No obstante, consecuentemente con los resultados comentados, su situación patrimonial experimenta una leve mejoría aunque dista aún de ser una situación de solvencia.

Cuadro 7. CASMU. Estado de situación patrimonial resumido (miles de \$)

Concepto	30/9/2018	30/9/2017
Activo Corriente	877.259	899.715
Activo No Corriente	2.915.850	2.955.494
Total Activo	3.793.109	3.855.209
Pasivo Corriente	2.823.656	2.811.411
Pasivo no Corriente	2.369.014	2.618.813
Total Pasivo	5.192.670	5.430.225
Patrimonio	(1.399.561)	(1.575.015)
Pasivo y Patrimonio	3.793.109	3.855.209
Razón Corriente	0,31	0,32
Activo/Pasivo	0,73	0,71

Nota: valores expresados a moneda de 30/9/18

Fuente: CARE en base EE.CC CASMU consolidados

La liquidez, medida como el cociente entre activos y pasivos corrientes sigue presentando índices muy pobres, como se desprende del cuadro precedente.

Cesiones FONASA

Corresponde decir que la cesión de créditos FONASA a la que se compromete la institución en función de la necesidad que surge del pago de amortización e intereses de los tres fideicomisos de oferta pública más uno de oferta privada (CASMU D), representan un importe del orden del 4,44 % de sus ingresos operativos netos. Esto, sumado al hecho que se trata de fondos cedidos previamente a los fideicomisos y que por lo tanto no ingresan al flujo financiero de la institución, relativiza su situación de liquidez.

A continuación se exponen los compromisos restantes asumidos por la institución en los cuatro fideicomisos referidos.

Cuadro 8: Cesiones Fonasa acumuladas (miles de UI)

años	CASMU III	CASMU II	N. CASMU	CASMU D	Acumuladas
2019	4.530	18.000	21.000	5.100	48.630
2020	9.060	36.000	42.000	10.200	97.260
2021	9.060	36.000	42.000	10.200	97.260
2022	9.060	36.000	42.000	10.200	97.260
2023	9.060	36.000	42.000	10.200	97.260
2024	9.060	36.000	38.400	7.650	91.110
2025	9.060	36.600	16.000		61.660
2026	9.060	36.600			45.660
2027	9.060	36.600			45.660
2028	9.060				9.060
2029	9.060				9.060
2030	9.060				9.060
2031	2.265				2.265
total	106.455	307.800	243.400	53.550	711.205

Fuente: RAFISA y EE.CC fideicomisos

Para el año 2019 se asumió que los compromisos de todos ellos se cancelaron en 50 % ya que el análisis se hizo según EE.CC al 30/6/19.

Como se comenta líneas arriba, el acumulado de los compromisos para cancelar los fideicomisos representa una cifra relativamente menor de los ingresos totales de la institución. Si se comparan las cesiones comprometidas por los años 2019 (parcialmente cumplido) a 2023 (las mayores de la serie), UI 97.26 millones con los ingresos operativos verificados en el año 2018, UI 2.189 millones, se comprueba que la relación es de un 4,44 %.

2. Fondo de Garantía IAMC

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

Como se ha mencionado, el Fondo de Garantía cuenta con un saldo de UI 192.000.000 y en caso de utilizarse, la ley manda al MEF a reponer lo necesario hasta completar dicho saldo a razón de hasta UI 162.000.000 anuales, de acuerdo al incremento del tope anual dispuesto por la Ley 19.357 del 15/12/15. CARE simuló un escenario para los próximos tres años en función de las obligaciones para con los títulos emitidos de cada uno de los fideicomisos garantidos por el Fondo (amortización e intereses).

Cuadro 9: Flujo Garantizado por Fondo IAMC (miles de UI)			
Fideicomiso	2019	2020	2021
ASESP II	10.633	21.265	21.265
ASESP I	15.046	30.092	30.092
Nuevo Casmu	20.566	41.132	41.132
Casmu II, S 1	13.736	27.471	27.471
Casmu D	5.100	10.200	10.200
Casmu III	4.162	8.323	8.323
C de Galicia	8.177	15.813	15.272
Total	77.420	154.296	153.755

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

Como queda dicho, el año 2019 se asumió cumplido en un 50 %.

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantidos cumpliera con sus pagos de amortización e intereses de los títulos, los fondos necesarios que debería aportar el Fondo de Garantía no superan en ningún caso el tope anual (UI 162 millones) habilitado por ley para su reposición. Por otra parte, se recuerda que el Fondo cuenta con un saldo disponible de UI 192 millones.

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

Cuadro 10: Contingencia máxima por garantías emitidas y cronograma de emisiones (miles de UI)

Año	Ingresos					Egresos					Saldo IAMC
	F. IAMC	Eventual	CASMU D	CASMU II	N. CASMU	CASMU III	C. GALICIA ASESP	ASESP II	pago total		
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	36.000	25.398	179.058	157.884
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	144.426
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	130.968
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	175.458	117.510
2024		162.000	7.650	36.000	42.000	9.060	16.800	36.000	25.398	169.308	110.202
2025		162.000	-	36.000	16.000	9.060	16.800	36.000	25.398	139.258	132.945
2026		162.000	-	36.000	-	9.060	16.800	36.000	25.398	123.258	171.687
2027		117.771	-	36.000	-	9.060	-	27.000	25.398	97.458	192.000
2028				34.458		9.060			25.398	34.458	192.000
2029				34.458		9.060			25.398	34.458	192.000
2030				34.458		9.060			25.398	34.458	192.000
2031				23.281					23.281	23.281	192.000

Fuente: CARE en base RAFISA

Nota: año 2019 parcialmente cumplido

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

Cuadro 6. Contingencia máxima por Garantías emitidas y Cronograma de Emisiones

Riesgos considerados

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

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

Riesgo de descalce de monedas. Este riesgo, luego del proceso de reestructura es menor, ya que el 98.6 % de las deudas está nominado en UI o moneda nacional que es la moneda funcional. *Riesgo casi nulo.*

V. EL ENTORNO

1. Introducción

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros, que pueden afectar la generación de los flujos necesarios para hacer frente a las obligaciones de pago contraídas, pero que derivan de circunstancias ajenas a la Institución y refieren al marco general, en especial al mercado y a las políticas públicas. En este caso, el análisis tiene una relevancia menor por cuanto, como se ha referido en capítulos anteriores, es la garantía del Estado la principal y excluyente fortaleza de la calificación. No obstante y por ser un sector muy dependiente de disposiciones de política pública, CARE realiza en ocasión 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 componen 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 figura (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 (160 puntos básicos a comienzos de setiembre 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.u⁴ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

⁴. 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 previsibles en el entorno es baja y compatible con la capacidad de la entidad de manejarlos, aunque incrementando también levemente el riesgo. **Grado de inversión con observaciones.**

Anexo 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).

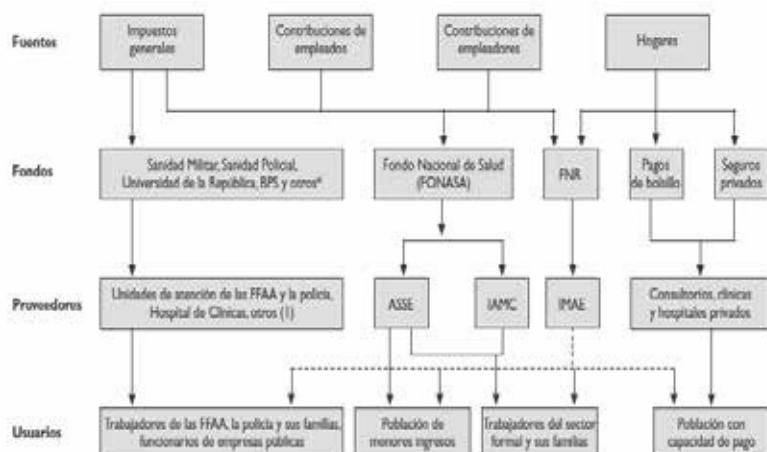
El principal proveedor de servicios de salud son las Instituciones de Asistencia Médica Colectiva (IAMC), que son asociaciones de profesionales privadas sin fines de lucro que ofrecen atención integral a 61,8% de los uruguayos¹. La mayoría de estas instituciones cuentan con unidades de atención propias. 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

monito 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 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 forzando 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 Nº 18131 Creación del Fondo Nacional de Salud
- Ley Nº 18161 Descentralización de ASSE
- Ley Nº 18211 Creación del SNIS
- Ley Nº 18335 Ley de Derecho de los Usuarios
- Ley Nº 18439 Creación del Fondo de Garantía IAMC
- Ley Nº 18731 Cronograma de ingreso de pasivos a FONASA
- Ley Nº 18922 Precisiones respecto a los contenidos de la Ley 18731 y facultades del FONASA.
- Decreto Nº 292/012. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decretos Nº 190/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 255/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras.
- Decreto del 384/014. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2015.
- Decreto del 258/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a julio del 2015.
- Decreto del 378/015. Fijación del valor de la cuota básica de afiliados y cambios en la política de tasas moderadoras a enero del 2016.
- Decreto Nº 214/016 del 11 de julio de 2016
- Decreto Nº 574/016 del 30 de diciembre de 2016
- Decreto Nº 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 Nº 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 IMAE⁶ 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.

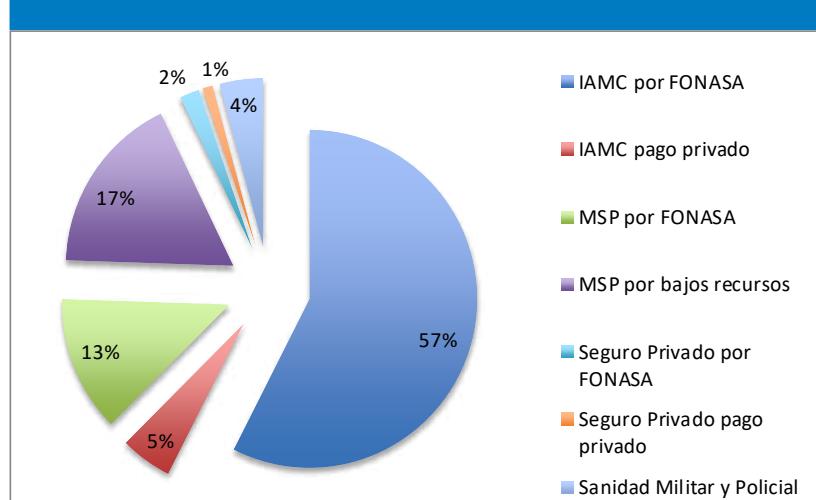
Cuadro 2. Distribución de la población, por área geográfica, según sistema de atención de salud (FONASA) (porcentaje)

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 adecue 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

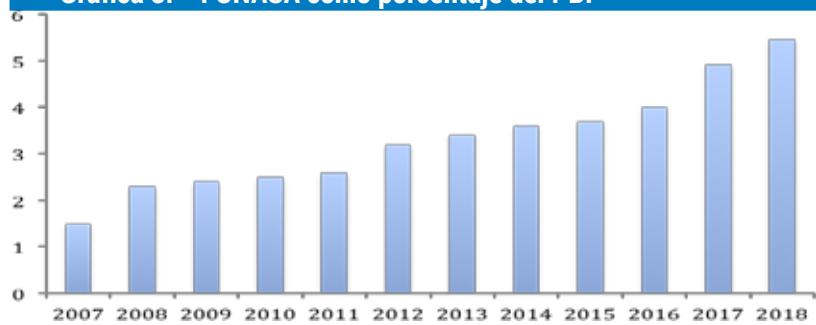
En esta sección se describirá la evolución del financiamiento del sector como un sistema cerrado, independientemente de que hayan o no instituciones ganadoras y perdedoras dentro del mismo.

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



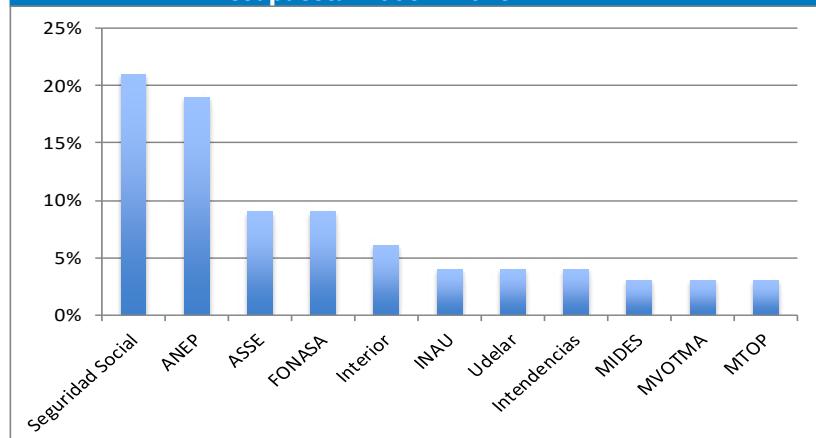
Fuente: Elaboración propia en base a información del MEF y BCU.

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 descontento 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 los que los movimientos entre IAMC deben de ser considerados por tres motivos: (a) económicos, (b) por cambio de domicilio o (c) por discrepancia 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.

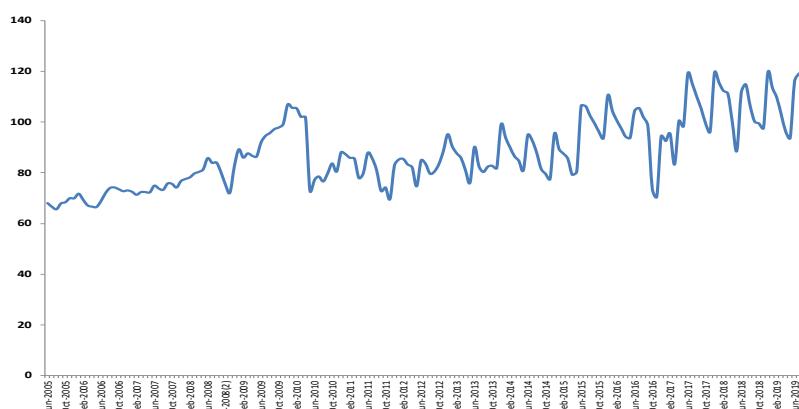
Para estimar el nivel de endeudamiento se tomaron los créditos a los tres sectores directamente relacionados con la salud. Estos son: "Actividades de hospitales", "Actividades de médicos" y "Otras actividades relacionadas con la salud humana"⁹. Se tomó en cuenta el nivel de créditos del sistema bancario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

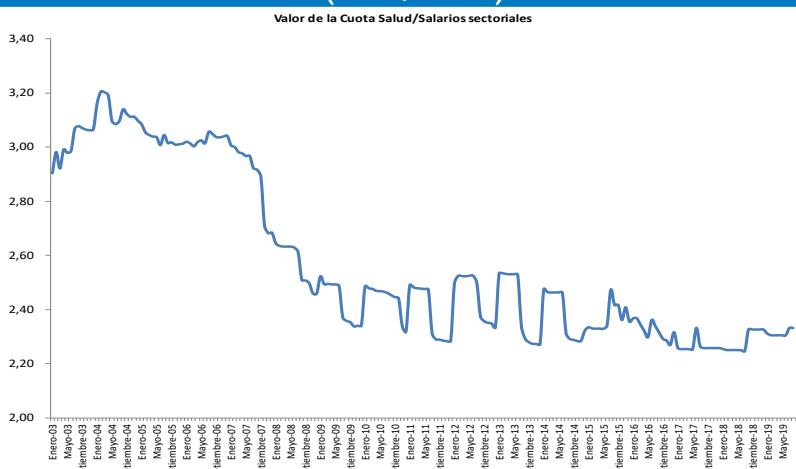
Gasto	ASSE	IAMCS
Remuneración de Asalariados	51	64
Remuneración de Profesionales autónomos	15	4
Materiales y servicios	33	26
Otros Gastos	1	6
Total	100	100

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).

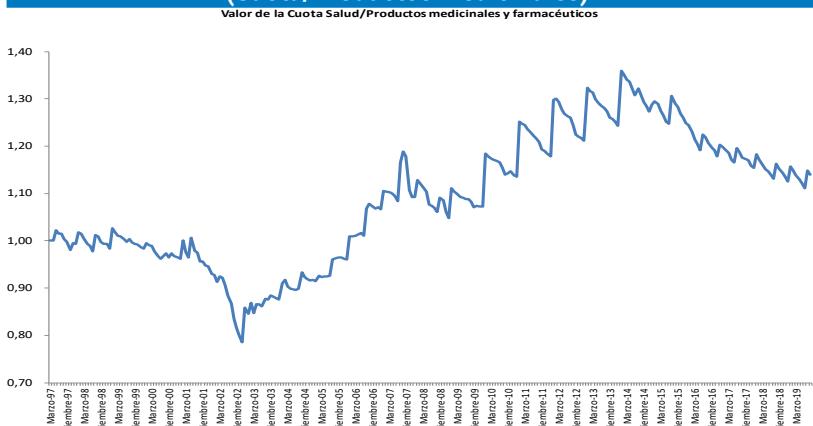


Fuente: CARE en base a información del INE

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 del 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).