

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

Montevideo, mayo de 2020

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

Actualización de calificación de la emisión de títulos representativos de deuda a partir del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia II 15-mayo-2020

Títulos representativos	de deuda escriturales de oferta pública por UI 234.000.000.
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 a partir del mes siguiente al de la fecha de emisión producida el 30/12/19.
Tasa:	5 % efectiva anual en UI
Garantía:	Fideicomiso Financiero Fondo de Garantía IAMC.
Fiduciario:	República Afisa
Entidad Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	República Afisa
Vigencia de la calificación:	30/11/2020 ¹
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación de riesgo:	A (uy)
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 denominado "Fideicomiso Financiero Casa de Galicia II" manteniendo 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 creó este fideicomiso financiero que emitió títulos de deuda por UI 234 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 Contrato de Fideicomiso) que corresponda percibir del FONASA desde la fecha de la notificación al BPS y/o JUNASA, en las condiciones establecidas en el Contrato, 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 acompañó la calificación original, no se advierten riesgos. Algunas cuestiones pendientes en la constitución de contra garantías se han ido superando como se informa más adelante.
- 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 emitidos, 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.
- No obstante las tensiones derivadas del déficit del sistema, no se espera que el cambio de gobierno afecte la estabilidad del mismo
- En diciembre 2019, se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían en esta operación.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para actualizar la calificación de riesgo de los títulos de deuda pública emitidos por el fiduciario del Fideicomiso Financiero Casa de Galicia II por UI 234.000.000 (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 UI 234.000.000, 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 estableció en 5 % efectivo anual en UI. 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 RAFISA, responsable de hacer efectiva en su caso aquella garantía.

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

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 en este caso por Martín Durán Martínez, y por Julio Preve. CARE contrató el asesoramiento jurídico del Dr. Leandro Rama cuyo informe acompañó la calificación original como Anexo 1. La vigencia de esta calificación será hasta el 30/11/20⁷.

2. Antecedentes, características de la emisión y hechos salientes del periodo

- 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"*

Hechos salientes del periodo

- La emisión e integración de fondos se produjo el 30/12/19. Fueron UI 234 millones (sobre un total autorizado de UI 240 millones) y se fijó una tasa de 5 % efectivo anual en UI.
- Tal como estaba previsto, con fecha 2/1/20 el fideicomiso, con el producido de la emisión, pagó \$ 629.386.326 al BROU, de acuerdo a la cláusula 14.1 literal b del contrato; UI 45 millones al fideicomiso Casa de Galicia I (equivalente a \$ 198.593.850) de acuerdo a la cláusula 14.1 literal d y \$ 52.182.350 a Casa de Galicia, según la cláusula 14.2. todo lo cual suma \$ 880.162.526
- En la calificación original se daba cuenta que quedaba pendiente cumplir con algunas exigencias vinculadas a la contra garantía que debía constituir CG. En tal sentido, RAFISA informó que de los cinco padrones que tenían que hipotecarse se cumplió con dos de ellos, por los otros tres, hasta tanto eso no ocurra, la contra garantía se sustituyó con la prenda de una cuenta. Dado que la resolución (405) habilitaba la sustitución por prenda de depósito, jurídicamente no hay inconvenientes.

3. Información analizada.

- Informe de Calificación de este y anterior fideicomiso de Casa de Galicia realizado por CARE y sus sucesivas actualizaciones.
- Flujo de fondos de Casa de Galicia estimado
- Información general de Casa de Galicia
- EE.CC de la Fiduciaria al 31/12/2019
- EE.CC de Casa de Galicia al 30/9/19
- Información sectorial elaborado por CARE en base a Información pública del sector salud

⁸. Se refiere al Contrato de Fideicomiso

II. LOS TITULOS DE DEUDA

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

Denominación:	Fideicomiso Financiero Casa de Galicia
Fideicomitente:	Mutualista Casa de Galicia
Fiduciario:	República Administradora de Fondos de Inversión SA (RAFISA)
Agente de Pago:	RAFISA
Entidad Registrante:	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. 234.000.000 (doscientos treinta y cuatro millones de unidades indexadas) de valor nominal
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 la calificación original 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 (cláusula 11.2 del CF)

"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."*

En ese sentido, RAFISA informó que de los cinco padrones que tenían que hipotecarse, cumplieron con dos (No. 51.174 y No. 426.825) quedando pendiente los otros tres (No. 897, No. 9592/001 y No. 102.223), ínterin la contra garantía se substituyó con la prenda de una cuenta. Ese depósito quedará prendado a favor del Fondo IAMC hasta que se hipotequen los 3 padrones restantes. Dado que la resolución No. 405, ya citada, habilitaba la substitución por prenda de depósito, jurídicamente no hay inconvenientes

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 del 31/12/2019 la firma alcanza un patrimonio contable de miles de \$ 702.762. Esto supone un incremento del orden del 20 % 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	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Activo	810.023	705.262	637.392
Activo Corriente	224.515	261.447	249.236
Activo no Corriente	585.508	443.815	388.155
Pasivo	107.260	120.097	81.887
Pasivo Corriente	90.321	101.326	57.829
Pasivo no Corriente	16.940	18.772	24.058
Patrimonio	702.762	585.164	555.505
Pasivo y Patrimonio	810.023	705.262	637.392
Razón Corriente	2,49	2,58	4,31

Fuente: EE.CC RAFISA

En lo que tiene que ver con el estado de resultados al cierre del ejercicio 2019, la firma sigue mostrando resultados positivos, en este caso muy superiores a los exhibidos en el ejercicio anterior. Particularmente se muestra un importante incremento en los resultados operativos, producto fundamentalmente de menores costos administrativos.

En el cuadro siguiente se exponen resumida y comparativamente los resultados a diciembre de 2019 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	31-Dec-19	31-Dec-18	31-Dec-17
Ingresos Operativos	270.520	290.623	270.590
Gastos de Adm y Ventas	(204.701)	(283.795)	(225.274)
Resultado Operativo	65.820	6.828	45.316
Resultados Diversos	245	56	622
Resultados Financieros	65.260	53.691	17.636
IRAE	(28.376)	(15.910)	(16.323)
Resultados del periodo	102.948	44.665	47.251

Fuente: EE.CC RAFISA

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

Al 31 de diciembre 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

El contrato de fideicomiso se celebró el 6/11/19 entre RAFISA y Casa de Galicia. El 13/12/19 el BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores y el 30/12/19 se produjo la emisión e integración de UI 234 millones es decir, UI 6 millones menos de lo autorizado.

En el cuadro siguiente se ilustra el estado de situación del fideicomiso al 30/12/19.

Cuadro 3: Situación Financiera (miles de \$)

Concepto	31-Dec-19
Activo	2.268.956
Activo Corriente	1.094.351
Activo no Corriente	1.174.605
Pasivo	1.029.940
Pasivo Corriente	4.835
Pasivo no Corriente	1.025.106
Patrimonio	1.239.015
Pasivo y Patrimonio	2.268.956
Razón Corriente	226,34

Fuente: EE.CC Fideicomiso

Téngase presente que la integración se produjo el día antes del cierre lo que explica tan alta posición de liquidez.

Posteriormente al cierre, en cumplimiento de la cláusula 14 del contrato de fideicomiso y la instrucción recibida de CG, con fecha 2/1/20, de los fondos recibidos de la emisión, se procedió a efectuar pagos por un total de \$ 880.162.526 según detalle que se transcribe en otra sección del presente informe.

De acuerdo a la emisión efectivamente realizada y las condiciones de plazo e interés, surge el cronograma de pago hasta la cancelación total de los títulos que, junto a las cesiones comprometidas, se puede ver en el cuadro siguiente.

Cuadro 4 Plan de cancelación de títulos (miles de UI)

año	Cesiones	amortización	intereses	total
2020	15.300	-	11.700	11.700
2021	14.400	-	11.700	11.700
2022	16.600	2.145	11.655	13.800
2023	16.800	2.340	11.539	13.879
2024	24.500	9.848	11.266	21.114
2025	25.200	10.530	10.742	21.272
2026	25.200	10.530	10.216	20.746
2027	27.400	14.820	9.600	24.420
2028	27.600	15.210	8.841	24.051
2029	27.600	15.210	8.080	23.290
2030	27.600	15.210	7.320	22.530
2031	27.600	15.210	6.559	21.769
2032	24.300	15.210	5.799	21.009
2033	24.000	15.210	5.038	20.248
2034	24.000	15.210	4.278	19.488
2035	24.000	15.210	3.517	18.727
2036	20.700	15.210	2.757	17.967
2037	20.400	15.210	1.996	17.206
2038	20.400	15.210	1.236	16.446
2039	20.400	15.210	475	15.685
2040	1.700	1.268	5	1.273
Totales	455.700	234.000	144.319	378.319

Fuente: EE.CC Fideicomiso

La primera columna (cesiones) refleja el cronograma de las cesiones FONASA comprometidas para cancelar esta operación. En la última columna se refleja el gasto anual en concepto de amortización e intereses. Está previsto que los pagos se hagan en forma mensual pero para facilitar su lectura, en el cuadro precedente se exponen en forma anual. Puede observarse la suficiencia de los créditos fideicomitados.

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 30/9/19.

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

Concepto	30/09/2019	30/09/2018	30/09/2017
Ingresos Operativos Netos	2.740.208	2.534.287	2.417.733
Costo de Bienes y Servicios	(2.754.086)	(2.516.268)	(2.364.868)
Resultado Bruto	(13.878)	18.020	52.865
Gastos de Administracion y Ventas	(185.394)	(152.858)	(159.203)
Resultado Operativo	(199.272)	(134.839)	(106.338)
Rsultados Financieros	(126.259)	(58.540)	(40.555)
Resultados Diversos	26.833	47.949	21.899
Resultado del Ejercicio	(298.698)	(145.429)	(124.994)
Revaluación propiedad y otros	691.291	-	106.520
Resultado Integral del Ejercicio	392.593	(145.429)	(18.474)
Resultado Bruto	-0,51%	0,71%	2,19%
Resultado Operativo	-7,27%	-5,32%	-4,40%
Resultado del Ejercicio	-10,90%	-5,74%	-5,17%

Fuente: CARE en base EE.CC de CG

Se comprueba la persistencia de resultados negativos, incluso los operativos. Sin embargo, debido al rubro "Revaluación de propiedad y otros" el Resultado Integral se torna positivo.

Consecuentemente, el patrimonio contable también pasa a ser positivo tal cual se puede apreciar en el cuadro siguiente.

Cuadro 6: Resumen del Estado de Situacion (en miles de \$)

Concepto	30/9/2019	30/9/2018	30/9/2017
Activo corriente	503.969	326.378	252.020
Activo no corriente	2.249.084	1.508.890	1.436.587
Total activo	2.753.052	1.835.267	1.688.607
Pasivo corriente	2.141.795	1.497.472	1.306.226
Pasivo no corriente	492.441	587.416	453.801
Total pasivo	2.634.236	2.084.888	1.760.027
Patrimonio	118.817	(249.621)	(71.420)
Total Pasivo y Patrimonio	2.753.052	1.835.267	1.688.607
Razon corriente	0,24	0,22	0,19
Relacion pasivo/ingresos mes	11,54	9,87	8,74
Relacion pasivo/activo	0,96	1,14	1,04

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 presentó diversas proyecciones. 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 7: 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 para lo cual debería revertirse o al menos detenerse una tendencia marcada en sentido decreciente según puede observarse en el cuadro siguiente.

Cuadro 8: Evolución de Afiliados			
fecha	padrón	fecha	padrón
Oct. 2016	50.939	Ago. 2018	47.548
Mar. 2017	50.192	Ene. 2019	46.510
Oct. 2017	48.554	Set. 2019	45.639
Ene. 2018	48.323	Ene. 2020	45.190

Fuente: CARE en base Casa de Galicia

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).

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 garantizados por el Fondo en lo que refiere a la amortización de los títulos más los intereses correspondientes.

Cuadro 9: 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	11.700	11.700	13.800
Totales	165.996	165.455	166.654

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

Se puede observar como, aún en el caso que ninguno de los fideicomisos garantizados cumpliera con 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 166.654, cifra algo 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 eventual 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:

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

Año	F. IAMC	Ingresos					Egresos					Saldo IAMC
		Eventual	CASMU D	CASMU II	N. CASMU	CASMU III	C.G. I	C.G. II	ASESP	ASESP II	pago total	
2019	192.000											192.000
2020		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	20.400	15.300	36.000	25.398	194.358	159.642
2021		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	14.400	36.000	25.398	189.858	131.784
2022		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.600	36.000	25.398	192.058	101.726
2023		162.000	10.200	36.000	42.000	9.060	16.800	16.800	36.000	25.398	192.258	71.468
2024		162.000	7.650	36.000	38.400	9.060	16.800	24.500	36.000	25.398	193.808	39.660
2025		162.000	-	36.000	16.000	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	164.458	37.202
2026		162.000	-	36.000	-	9.060	16.800	25.200	36.000	25.398	148.458	50.745
2027		162.000	-	36.000	-	9.060	-	27.400	27.000	25.398	124.858	87.887
2028		162.000				9.060		27.600		25.398	62.058	187.829
2029		66.229				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

Puede comprobarse que, si bien en los próximos años la cifra a reponer superaría el tope anual actual, igualmente el Fondo tiene saldo suficiente para cubrir dicha circunstancia siendo el año 2025 el más crítico. Pero es claro, además, que no resulta un escenario probable un default simultáneo y total de todos los fideicomisos garantizados.

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 podrá evidenciar una alarma sobre desajustes en el sistema, por ejemplo fijaciones de precios que no sigan a los costos.

Como se viene comentando en actualizaciones anteriores, el déficit es creciente; al ser los gastos inelásticos y poco flexibles, las tensiones del sistema seguramente aumentarán dado el nivel alcanzado de déficit fiscal en 2019 (4,9 % del PBI). Las decisiones de política pública de la nueva Administración serán importantes para definir la coyuntura sectorial y la fortaleza del sistema. No obstante, es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación.

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 desfase entre ingresos y egresos del FONASA, como está ocurriendo. Éste, de persistir en el tiempo y sin alcanzar una cierta estabilidad, podría incrementar el riesgo sectorial sistémico en tanto financiado por gasto público, el que empieza a sufrir tensiones derivadas de los cambios que se están procesando en la economía en su conjunto. No obstante, cabe agregar que el país mantiene un índice de riesgo consistente con el estatus de grado inversor de su deuda pública (a fin de abril de 2020 el índice de riesgo país llegó a 289 cuando un año antes se situaba en 150)⁹.

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

⁹ . En diciembre 2019, se informó sobre la aparición de una nueva cepa de coronavirus (COVID-19). Dicho virus se ha propagado en nuestra región, afectando notoriamente la actividad económica. A la fecha de redacción de este informe no es posible estimar el impacto que estos hechos tendrían en esta operación.

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.uy¹⁰ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de grado inversor.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Sr. Martín Durán Martínez

¹⁰ **CATEGORÍA A (85 a 89.9 puntos)**

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

Anexo
Información sectorial

Montevideo, febrero de 2020

Resumen

En la presente actualización del sector Salud no se evidencian signos de alerta macrosectoriales de importancia. Producir servicios de Salud tiene una estructura de costos que se pueden agrupar en tres pilares: dos de ellos refieren a gastos corrientes (salarios e insumos médicos) y uno a inversión (Infraestructura). Producto del aumento del tipo de cambio y de la modificación de los precios relativos que esto ocasiona, la presión de costos de los productos medicinales ha aumentado respecto a los costos asociados a las retribuciones al factor trabajo.

El mayor 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 equilibrar las finanzas sectoriales. El escenario económico de corto y mediano 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 seguramente aumentarán dado el nivel alcanzado de déficit fiscal (4,9 % del PBI). Las decisiones de política pública de la nueva Administración serán importantes para definir la coyuntura sectorial y la fortaleza del sistema. No obstante, es la garantía del Estado, la principal y excluyente fortaleza de la calificación.

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 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.

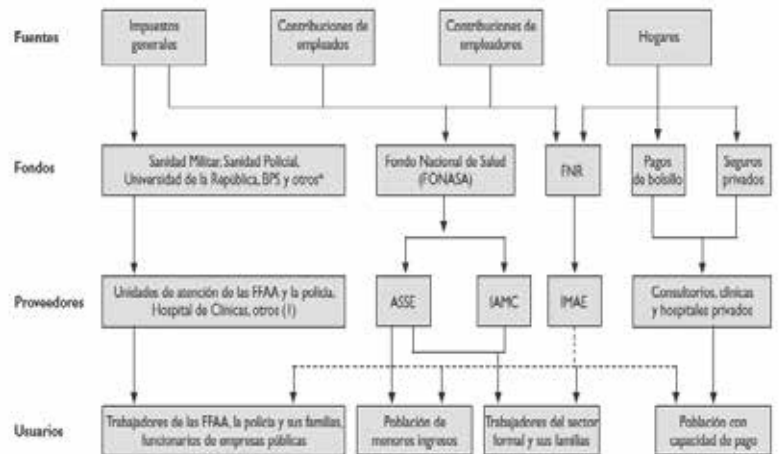
El Ministerio de Salud Pública, órgano rector de la política de salud, también asegura con recursos del estado la salud de la población indigente.

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

¹. Según el Anuario 2018 del Instituto Nacional de Estadística

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.

Gráfica 1. Institucionalidad del Sector Salud.



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 12 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, 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.

². Ley No 18.211 del 5 de diciembre de 2007.

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 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 aumentado el egreso de fondos del Sistema, alcanzando un déficit mayor al 1% del PBI en 2019 y seguramente se incremente en 2020 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. En los últimos años las finanzas del sector revistieron 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 generó una externalidad positiva para las finanzas del Sistema por la mayor formalización del trabajo. No obstante, la nueva Administración de gobierno está proponiendo flexibilizar dicha norma. Habría que esperar a cómo queda redactada la Ley para analizar los eventuales efectos que tendría sobre los ingresos del FONASA.

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.

³. Este hecho será profundizado 4.2.

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.

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.

⁴. Base de Prestaciones y Contribuciones

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
- Decreto 538/2020 del 20 de enero del 2020.

3. La salud en cifras

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 IMAE⁵ 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
Total	100,0	100,0	100,0
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			

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).

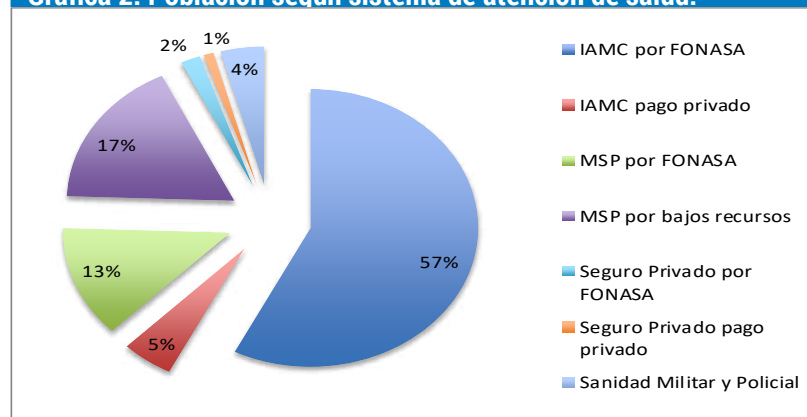
⁵ Institutos de Medicina Altamente Especializada.

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.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INE

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.

⁶. Si bien se dispone de los EE.CC intermedios a setiembre de 2019 se prefiere por considerarlo más representativos los mismos al cierre del primer semestre

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*			
Año	Gasto en Salud/PBI	Gasto en Salud Millones de dólares**	Gasto per cápita (dólares)
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 *

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 tuciones 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 haya 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.

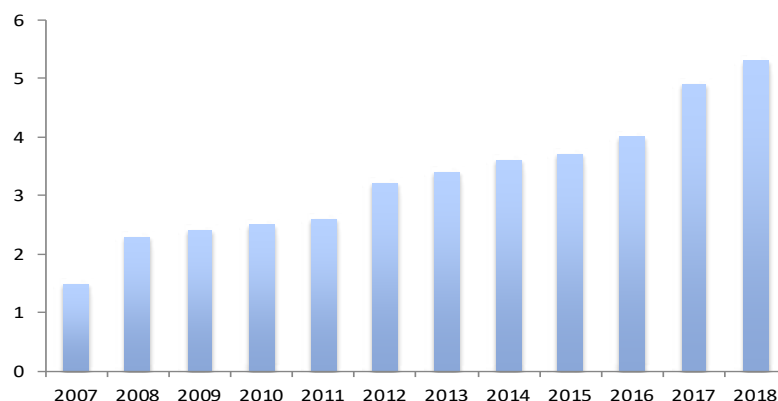
El Sistema de Salud se financia con fondos públicos y con fondos privados⁶. Las fuentes de financiamiento públicas se componen de impuestos generales y departamentales, ingresos de las empresas públicas mediante los precios que cobran por la provisión de servicios y contribuyentes a la seguridad social. 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 3a).

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.

⁶. También se financia con fondos provenientes del Resto del Mundo, aunque en el Sistema uruguayo este rubro es marginal.

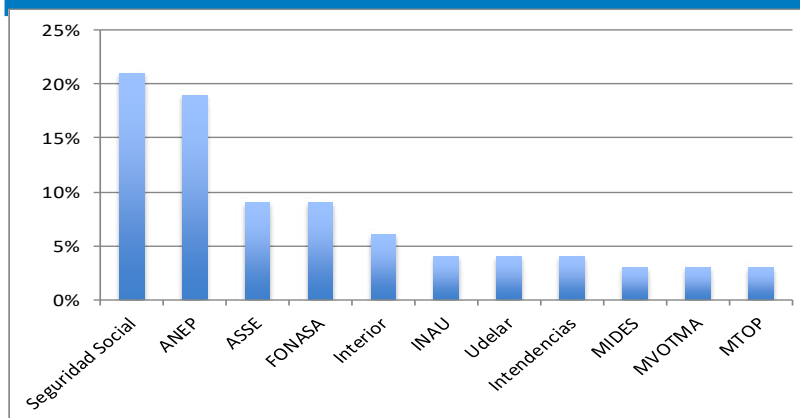
Gráfica 3. FONASA como porcentaje del PBI



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

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 – 2019.



Cuadro 5. Transferencias de Rentas Generales al FONASA y Egresos Totales a precios constantes 2008. Millones de pesos

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Transferencias	896	472	1.002	538	449	1.025	2.443	4.217	5.609	6.053	9149	10.335	10.913	11.786
Egresos	7.820	8.288	14.134	16.307	18.360	20.523	26.250	30.766	34.473	35.964	39632	41.745	45.147	48.758
%s/Egresos	11%	6%	7%	3%	2%	5%	9%	14%	16%	16%	23%	25%	24%	24%

* 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 mutua 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 2016⁷.

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 en el Sistema se ha mantenido estable en 2019, 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

⁷ Ver Cuentas Nacionales de Salud 2009-2012.

Sistema. En este sentido, CARE estimó este déficit en relación al PBI, al déficit del Sector Público y al gasto público en Salud.

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

Gráfica 4. Evolución de los incorporados al FONASA.



Fuente: Cuentas Nacionales de Salud

Otro elemento que es considerado habitualmente en este 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. Durante el 2018 y el 2019⁸, 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.

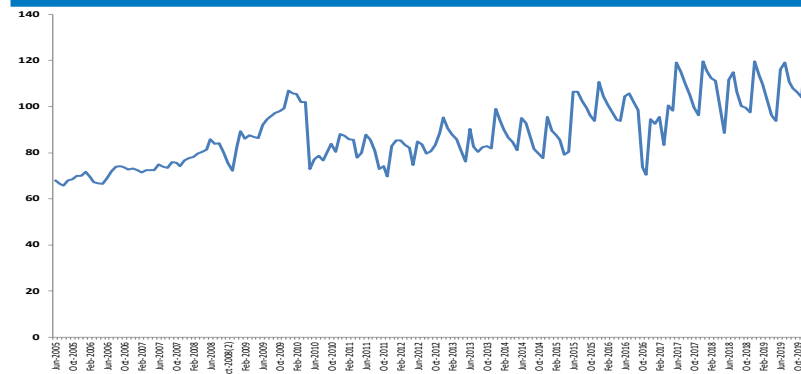
El endeudamiento bancario sectorial se describe en la gráfica 5. El mismo ha aumentado en los últimos años, aunque su cuantía no es relevante en lo que refiere a los macro números sectoriales (el gasto en salud es de 5 mil millones de dólares aproximadamente). No obstante, es importante destacar que 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

⁸. Entre del 1° y hasta el 28 de febrero del 2020, se habilitó el denominado **corralito mutual**, momento en que los usuarios pueden cambiarse libremente de prestador de salud.

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

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



CARE en base a 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%.

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

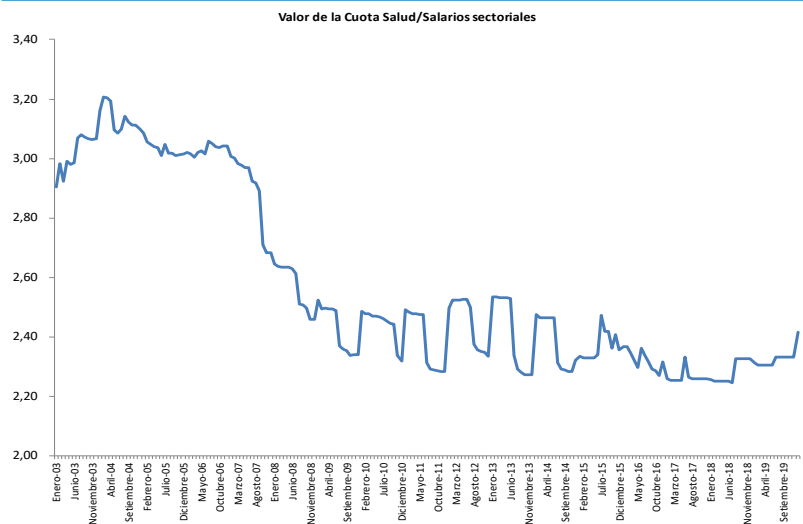
Gasto	ASSE	IAMCS
Remuneración de Asalariados	51	64
Remuneración de Profesionales autónomos	15	4
Materiales y servicios	33	26
Otros Gastos	1	6
Total	100	100

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

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.

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

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



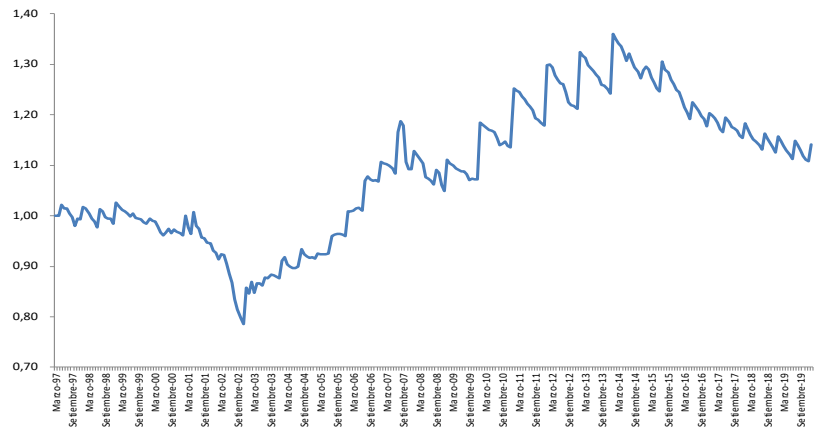
Fuente: CARE en base a información del INE

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.

Valor de la Cuota Salud/Productos medicinales y farmacéuticos



Fuente: CARE en base a información del INE

Conclusión

A modo de síntesis se destacan los principales puntos:

- El Sector Salud en Uruguay, es un mercado intervenido desde la política pública en todas sus aristas.
- Mediante la Ley N° 18131 del 2008 se crea el Fondo Nacional de Salud (FONASA).
- La cobertura del FONASA alcanza el 71% de la población.
- Según informa el INE, el 98,7% de la población se encuentra amparada por algún tipo de cobertura de salud.
- El FONASA se financia mediante aportes de los trabajadores, empleadores y transferencias del Estado.
- Estos aportes, otorgan al trabajador el derecho a la atención de su salud, la de sus hijos y la de su cónyuge o concubino (en caso de que no realice aportes al BPS), en cualquiera de los prestadores integrales del SNIS.
- El SNIS se compone por el MSP, ASSE, Hospital de Clínicas, Hospital Militar, Hospital Policial, las Policlínicas de las Intendencias, Sanatorios y policlínicas de organismo públicos y los IMAE Públicos, IMAE privados nacionales o del exterior, las IAMC, los Seguros Privados, los consultorios privados y las farmacias.
- El proveedor de salud que agrupa a más ciudadanos son las IAMC, seguidos por ASSE

- El FONASA es deficitario, lo que implica que año tras año, Rentas Generales debe de realizar transferencias para equilibrar las cuentas. 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.
- Igualmente, cabe destacar, que el gasto en salud se encuentra dentro de los parámetros normales de tendencia internacional.
- Para mantener el sistema en equilibrio es determinante el cociente entre el valor de la cuota salud y los salarios.
- El mayor 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 significativas para equilibrar las finanzas sectoriales; escenario comprometido con un déficit fiscal del orden del 4,9 % del PBI

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