

Tipo de documento: Tesis de maestría

Maestría en Finanzas

Métodos de valuación de compañías de seguros aplicados a las obras sociales nacionales en Argentina

Autoría: Roldán, Isaac Marcos
Año académico: 2023

¿Cómo citar este trabajo?

Roldán, I. (2023) "Métodos de valuación de compañías de seguros aplicados a las obras sociales nacionales en Argentina". [*Tesis de maestría. Universidad Torcuato Di Tella*]. Repositorio Digital Universidad Torcuato Di Tella

<https://repositorio.utdt.edu/handle/20.500.13098/12064>

El presente documento se encuentra alojado en el Repositorio Digital de la Universidad Torcuato Di Tella (<https://ror.org/04sxme922>) bajo una licencia Creative Commons Atribución-No Comercial-Compartir Igual 2.5 Argentina (CC BY-NC-SA 2.5 AR)
Dirección: <https://repositorio.utdt.edu>

Trabajo Final de Graduación

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2023

Alumno: ROLDAN ISAAC MARCOS

Tutor: RODRIGUEZ JUAN CARLOS

Métodos de valuación de compañías de seguros
aplicados a las obras sociales nacionales en Argentina

Índice

1.	Introducción	4
2.	El sistema de salud en Argentina. Breve reseña histórica. Funcionamiento.....	6
2.1	Surgimiento de las Obras Sociales Nacionales y su evolución.	9
3.	Las Obras Sociales Nacionales. Concepto y alcances.....	12
3.1	El Programa Médico Obligatorio. Concepto.	13
3.2	Financiamiento de las Obras Sociales Nacionales.	15
3.3.	Monitoreo financiero en las Obras Sociales. Ratios. Parámetros para el establecimiento de crisis financiera.....	21
4.	Mercado, Aseguramiento y Financiamiento de los Sistema de Salud	25
5.	Valuación en compañías de seguros y entidades financieras. Valuación por DCF. .	32
6.	Estudio financiero de una OSN. Caso práctico.	42
7.	Conclusiones	56
8.	Bibliografía.....	58

RESUMEN

Este trabajo aborda, en una primera etapa, la evolución del sistema de salud argentino a lo largo de las últimas décadas y luego analiza una subestructura clave tanto en términos volumen de fondos que se movilizan en el sistema, como la cantidad de beneficiarios que dependen de la cobertura y de las prestaciones que están obligadas a cubrir, como es el subsector de la seguridad social, las Obras Sociales Nacionales.

Se tiene como objetivo analizar al subsector de la seguridad social nacional desde una perspectiva de la ingeniería financiera; evaluando luego si la misma provee a la entidad de un óptimo nivel de estructura de capital, para establecer su nivel de financiación. Para concretar ese objetivo se lleva a cabo un repaso teórico de la valuación de compañías financieras y luego se transfiere esa teoría a un agente del seguro de salud nacional para demostrar que es posible su aplicación.

Se concluye que es posible la transferencia realizada en este trabajo del marco teórico propio de la valuación de compañías financieras y de seguro al ámbito de los agentes del seguro nacional de salud; dado que los mismos a pesar de la particularidad tan nuestra que tiene su identidad propia, no rechazan, sino que incluyen al mismo para su aplicación. El aporte realizado a través de este trabajo es ofrecer una nueva perspectiva de estudio económico-financiero de las obras sociales.

1. Introducción

“Noé construyó el arca antes de que llegara el diluvio”

Con esta frase comienza Julián A. de Diego, un referente del derecho laboral en nuestro país, el capítulo en el que aborda la seguridad social. (2008, pág.799) A medida que uno se adentra en el funcionamiento del sistema de seguridad social en Argentina y lee esa frase, es interesante realizarse los siguientes interrogantes ¿Qué arca estamos construyendo? ¿Cuál será el diluvio? No dejé de analizar ese pequeño prólogo dedicado a la seguridad social con la mirada estrictamente financiera y económica. Este trabajo realiza un análisis financiero de uno de los tantos agentes que existen dentro del complejo mecanismo denominado el seguro de salud, que atraviesa de manera transversal a varios actores de la economía, como así también a la población a la que tiene como objetivo cubrir de los posibles e impredecibles diluvios a los que están expuestos.

Estudiar a la seguridad social, es estudiar al hombre en general, sostiene de Diego (2008). Frente a las posibles contingencias, que comprometen a todo o parte de su ingreso, y que generen habitualmente cargas económicas suplementarias, el autor resalta dos conceptos, que dieron el puntapié inicial a lo que pretende ser este aporte: contingencias y cargas económicas. Durante el cursado de la maestría se tuvo presente que estudiar finanzas, es mirar a futuro, poder proyectar escenarios, determinando así las posibles perspectivas que, como lectores de una única realidad, el presente, se puede llegar a tener que confrontar.

Todos los sectores de la seguridad social, y más aún, los que tienen la importante tarea de cubrir las erogaciones que lastiman seriamente las finanzas de los particulares, titulares y sus grupos familiares, están atravesando una crisis muy seria. Uno de estos actores, las Obras Sociales, no están pudiendo, en su mayoría, afrontar aquello que vinieron indefectiblemente a hacer frente como es la salud. Sin poder brindar adecuadamente las prestaciones que se comprometen a dar, ya sea por falta de liquidez, falta de inversión, escenarios catastróficos no previstos, y que a su vez deterioran seriamente el bolsillo, no sólo de los beneficiarios sino también de los agentes que se concatenan en este gran entramado de seguro de salud. Dicha crisis se trata de apaciguar únicamente con cada vez más transferencias de fondos de todos los niveles del Estado, un sin número de resoluciones, decretos, y leyes, que hacen al sistema más complejo, menos claro y con poca transparencia.

Resultó interesante e innovador mirar a las Obras Sociales Nacionales desde una óptica financiera como a un *seguro*, siendo que hay tres grandes grupos de contingencias sociales: las biológicas, siendo éstas las que engloban a la maternidad, la vejez, la muerte; las patológicas, que van a ser de gran interés para este trabajo a los efectos de estudiar un seguro de salud; siendo que abarca a las enfermedades, los accidentes, invalidez y riesgo de trabajo. Y, las económico-sociales; como son las cargas de familia o el desempleo.

La Contingencia social, como indica de Diego (2008), es un evento futuro e incierto, que suele comprometer la capacidad de ganancia de un sujeto y provocar cargas económicas suplementarias. Siendo estas cargas, los gastos en los que incurre el sujeto en virtud de las prestaciones, servicios y beneficios que requiere el beneficiario protegido para enfrentar las contingencias sociales. Una pregunta que surgió es: ¿cómo puede ser que no se realicen estudios de valuaciones de agentes de la seguridad social?

Una serie de principios van a estar acompañando este trabajo son:

- Solidaridad
- Subsidiaridad
- Universalidad
- Integridad
- Igualdad
- Unidad de gestión o descentralización
- Previsión

Así como hemos estudiado a lo largo de la maestría en finanzas, casos de valoraciones de compañías tanto privadas como públicas, a través de descuentos de flujos de fondos, como así también mediante indicadores de comparabilidad financiera; ratios de ganancias antes y después de impuesto, teniendo en cuenta amortizaciones o no; niveles de endeudamiento, capacidad de generar recursos genuinos para que la compañía pueda operar de manera óptima y demás indicadores y metodologías, planteo la siguiente hipótesis:

“Si es factible poder llevar a cabo la aplicación de estos métodos y conocimientos técnicos de valuación a un agente que se dedique a asegurar la salud de sus beneficiarios.”

Ante la hipótesis planteada es necesario afrontar las particularidades del sistema argentino de salud. Cómo funcionan y cuáles son los actores que interactúan permanentemente en esta tríada del sistema de salud: salud pública – seguridad social – salud privada.

A lo largo del escrito otro concepto que se tendrá presente es el de Prestaciones. Las prestaciones que reciban los beneficiarios del sistema de seguro de salud, que son el ordenamiento de las primordiales erogaciones de los agentes, pueden ser de naturalezas muy distintas. Distinguiéndose en: servicios, beneficios o prestaciones en especie o dinero. En el trabajo se analizan aquellas prestaciones en especie que las obras sociales se comprometen a cubrir de manera igualitaria, solidaria, íntegra y subsidiariamente a los beneficiarios de que amparan a contraprestación de estar fondeándolas constantemente con el fruto del aporte de los salarios. Estas prestaciones en especie pueden ser: medicamentos, drogas oncológicas, cirugías, etc. Suelen ser periódicas, de pago único, como un reintegro, o de manera ocasional, como puede ser un subsidio por el fallecimiento de un familiar. Siempre teniendo en cuenta que se apoya fuertemente sobre las bases un sistema solidario, de aportantes sanos a enfermos, de los más jóvenes hacia los más ancianos.

En la actualidad, en la Argentina hay: salarios atrasados, una economía rumbo a una inflación cada vez más estructural, población que envejece a pasos agigantados y, a contracorriente, tasas de natalidad cada vez más bajas. Rotación en el mercado de trabajo producto de desaceleraciones económicas que atentan contra el sistema de solidaridad, amenazando su financiamiento. Paradójicamente se le exige cada vez más.

Se encara la hipótesis de este trabajo en cuatro partes: El capítulo dos, tratará al sistema de salud argentino, cómo funciona, sus subsistemas, y porqué surgieron las obras sociales nacionales. En el capítulo tres, qué son las obras sociales nacionales, cómo fueron evolucionando, qué es el programa médico obligatorio, su órgano de control, y cómo se las monitorea financiera y económicamente para evitar una crisis del sistema. En el cuarto capítulo, se retoman los conceptos de valuación de empresas, para luego hacer un análisis teórico de la valuación de entidades financieras y de compañías aseguradoras. Y, por último, en el capítulo cinco, se toman datos reales de un agente del seguro de salud, para aplicar los conocimientos desarrollados de manera teórica, y verificar si es posible determinar un valor aproximado de la entidad, aplicando métodos de valuación de compañías aseguradoras.

2. El sistema de salud en Argentina. Breve reseña histórica. Funcionamiento.

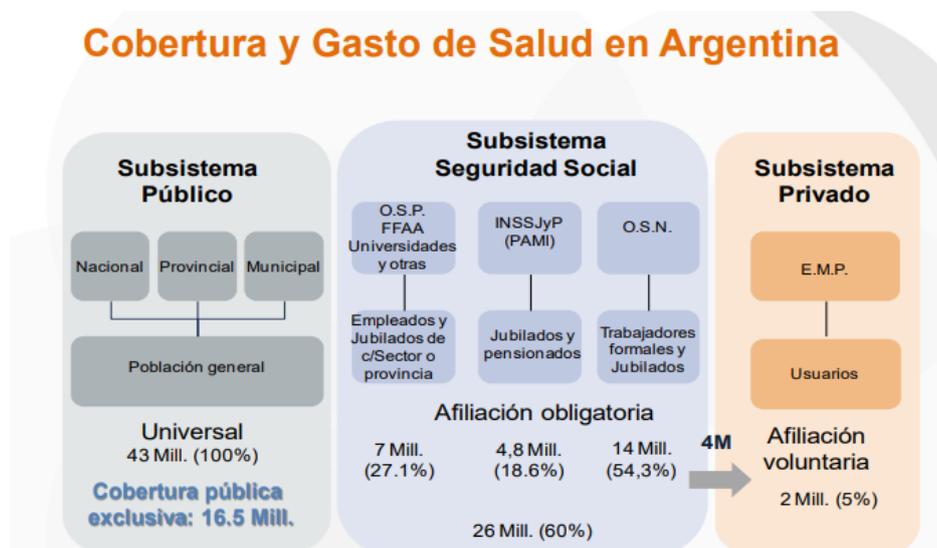
Hasta fines de los 40s el sistema de salud era simple y se estratificaba de acuerdo con la población que atendiese: la clase media y alta recurría a la medicina privada, mutuales de inmigrantes, socorros mutuos, y la clase baja era atendida en hospitales públicos o de beneficencia (Robba, 2015). El estado tenía escasa intervención política y prestacional.

A inicios de los 50s se desarrolló el sistema nacional de hospitales públicos y se desarrollaron los sindicatos y la seguridad social (Robba, 2015). La influencia del Estado Nacional comenzó a tomar envión en cuanto a la intervención en materia de salud. Entrados los años 70s se extendió la obligatoriedad de afiliación a la obra social de la rama de actividad a la cual cada trabajador pertenecía. Se crean el Instituto Nacional de Obras Sociales y el Programa de Atención Médica Integral. A mediados de la década de 1970 se sancionó el Nomenclador Nacional de prestaciones. Su objetivo era: clasificar, listar y describir las prestaciones médico-asistenciales. Así se comenzó a individualizar unívocamente una prestación y su correspondiente valoración. En los años 80s, se sancionó la Ley de Seguro Nacional de Salud y se creó el Administración Nacional del Seguro de Salud (ANSSAL).

El sistema de salud en Argentina actualmente se organiza con el apoyo de tres grandes subsectores:

- Sector Público
- Sector de la Seguridad Social (cuasi-público)
- Sector Privado

Figura 1: Cobertura y Gasto de Salud en la Argentina



fuentes: Cetrángolo O y col. 2017 y Cuentas Nacionales de Salud (2019)

El sistema de salud argentino puede ser definido como amplio en términos de cobertura (Cetrángolo, 2018), segmentado en cuanto al número de participantes y con una marcada separación entre las funciones de aseguramiento y provisión. La cobertura de servicios de salud se encuentra compartida entre el Sector Público Nacional, Provincial y Municipal. El sector de Obras Sociales, y el sector privado, con fuertes interrelaciones tanto a nivel de la provisión como en términos de financiamiento (Maceira, 2003).

Figura 2: Tipos de Beneficiarios

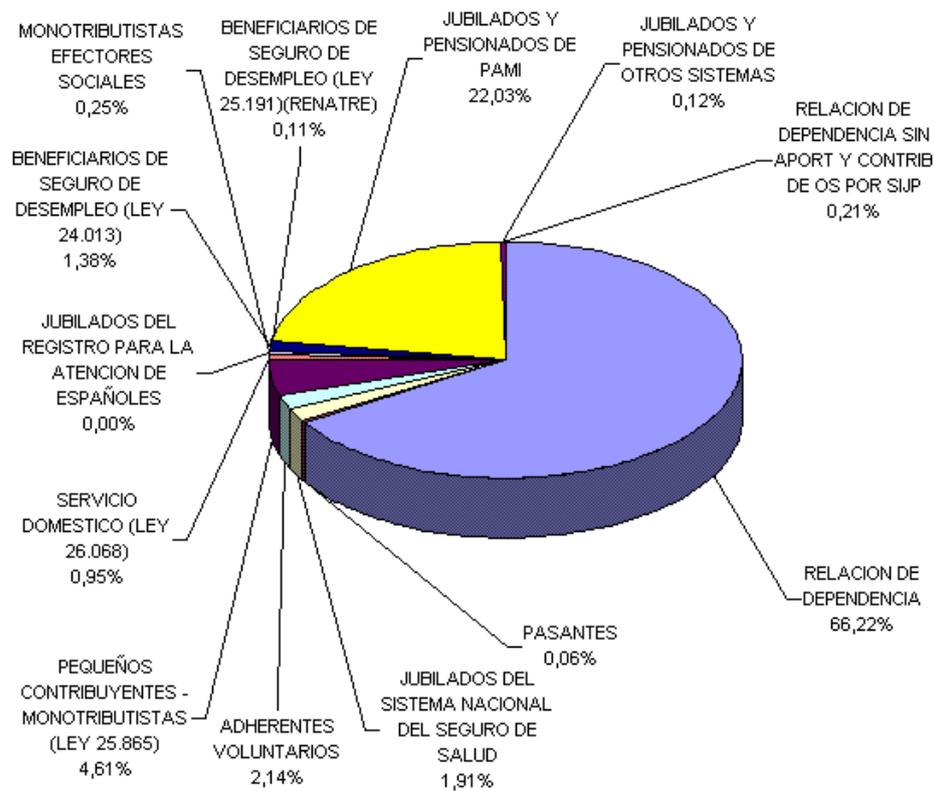


Gráfico por tipo de beneficiario, fuente: Estadísticas Superintendencia de Servicios de Salud.

El subsector público tiene como lógica de funcionamiento una lógica universalista, brindando así cobertura de salud a toda la población de manera gratuita. Este subsector tiene como efectores a los hospitales públicos de nivel nacional, provincial y municipal y a los centros de atención primaria de salud.

La organización federal del país y el proceso de descentralización de los servicios de salud dio como resultado la implementación de diferentes políticas de salud en cada jurisdicción, altamente fragmentadas. En este sentido, el subsector público de salud está compuesto por el Ministerio de Salud de la Nación y los 24 Ministerios Provinciales y sus organismos dependientes centralizados y descentralizados y los 2.171 Municipios. El subsector privado de salud está conformado por más de 600 Entidades de Medicina Prepaga. El financiamiento proviene de las cuotas de los beneficiarios directos que contratan planes de salud y, en el caso de los afiliados que provienen de la seguridad social, de los aportes y contribuciones que son transferidos desde las Obras Sociales. Está conformado por: los prestadores de servicios médico-asistenciales, laboratorios de especialidades médicas, empresas de equipamiento e insumos médicos, farmacias, centros de diagnóstico e instituciones privadas responsables de la formación de recursos humanos (Robba, 2015).

Figura 3: Sector Privado Asegurador



Fuente: Msal – Elaborado a partir de datos de CLAVES (2017) y Cimara (2017)

El subsector de la seguridad social está conformado por las Obras Sociales especiales, Nacionales, Provinciales y el PAMI.

Figura 4: Sector Privado Asegurador.



fuentes: Ministerio de salud de la Nación.

Las Obras Sociales Nacionales (OSN en adelante) son un grupo de aproximadamente 290 instituciones definidas por actividad productiva según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos INDEC (2020) www.indec.gob.ar.

Hasta 1993 la pertenencia a la Obra Social se encontraba asociada a la ocupación del afiliado. A partir de entonces, es posible el cambio de afiliación entre OSN. Se financian con aportes y contribuciones mandatarias de los empleados en relación de dependencia hacia la obra social de su actividad o elección (Robba, 2015).

Del total de ingresos por Obra Social, la Administración Federal de Ingresos Públicos retiene un 10% (OSN sindicales) y 15% (en el caso de OSN correspondientes al personal de dirección), que se canaliza a un Fondo Solidario de Redistribución, gerenciado por la Superintendencia de Servicios de Salud (SSS), cuya función es llevar a cabo una compensación parcial de inequidades a través una redistribución de dicho fondo, apaciguando así asimetrías por las dispersión de la población cubierta entre las diferentes OSN (Maceira, 2003).

El PAMI, institución que otorga cobertura a la población jubilada y pensionada, es la estructura de seguridad social más importante del país. Constituye una pieza estratégica en la definición de contratos y mecanismos de pago con los prestadores privados y el sector farmacéutico (Maceira, 2003).

El financiamiento del PAMI proviene de varias fuentes: (1) los aportes de los trabajadores en actividad, equivalente al 5% del salario -3% aporte personal y 2% patronal-, (2) el aporte de los pasivos, que varía entre 6% y 3% de sus ingresos, según estos superen o no el haber mínimo, y (3) contribuciones del Tesoro Nacional, que constituyen el 20% de los ingresos (Maceira, 2003).

Las Obras Sociales Provinciales (OSProv), brindan cobertura de salud a los empleados de las administraciones públicas provinciales, y cubren entre un 8 y 40% de la población total de su jurisdicción. Sus fuentes de financiamiento son las contribuciones salariales de los empleados públicos y los aportes de la provincia en su rol de empleador (Maceira, 2003).

En el siguiente apartado se analiza el surgimiento de las obras sociales y su evolución.

2.1 Surgimiento de las Obras Sociales Nacionales y su evolución.

Para abordar el conocimiento sobre el surgimiento de las Obras Sociales Nacionales y su evolución, se entrevistó a un profesional con una vasta experiencia en el tema: el Dr. Jorge Alberto Ibáñez¹.

Estas son algunas preguntas que iniciaron la conversación: ¿De quién son las obras sociales? ¿A qué se debe su creación? ¿Qué finalidad tienen?

“Desde su nacimiento a mediados del siglo XX, en especial a partir de la década de los 60s y 70s, el surgimiento de las obras sociales cruzó varios espacios de poder. Durante los 80s el debate se circunscribió a la clase política, y a factores de poder económicos, y durante los 90s el interrogante fue apropiado por el poder económico a través de la tecnocracia de las ciencias económicas” (Ibáñez, 2021).

El Dr. Ibáñez comentó que actualmente el debate volvió a ser cuestión de estudio dentro del ámbito de la política, con participación de todos los actores que están implicados en la temática: políticos,

¹ Dr. Jorge Alberto Ibáñez actualmente se desempeña como médico auditor de la Obra Social del Personal de Dirección de la Industria Automotriz Argentina, habiendo sido también parte del directorio de la entidad. Estuvo a cargo como jefe de personal médico del Hospital Italiano entre los años 1990 y 2000

sindicalistas, trabajadores, corporaciones, y el conjunto de la ciudadanía. Intentando ella ocupar su espacio dentro de este gran debate.

Es importante mencionar en el presente trabajo el origen y evolución de estas instituciones, para comprender en los próximos apartados, cómo se financian y cómo se distribuyen el riesgo de los beneficiarios asegurados mediante estos “*pool de riesgos*”, que a fin de cuentas son varios fondos que se comprometen a cubrir de manera solidaria el riesgo de enfermedad de la población más vulnerable. Es decir, agrupan los riesgos de pérdida financiera que conlleva la eventual pérdida de enfermedad de uno o un grupo de afiliados.

Cabe destacar que este mecanismo solidario, financiado por medio de aportes y contribuciones, parte de la premisa de cubrir a la población más necesitada en términos de salud por parte de la población “sana”, generando así a lo que encuadraremos un pool de riesgo. Teniendo como característica el hecho de que hay una fuerte inequidad entre OSN y solidaridad al interior de estas. Inequidad que se compensa de forma parcial con la instrumentación del Fondo Solidario de Redistribución (FSR en adelante), el cual analizaremos con precisión más adelante.

“Retomando el proceso de evolución de las OSN; fueron los trabajadores, agrupados por rama de actividad, quienes decidieron a mediados del siglo XX asumir el desarrollo de estructuras sociales que dieran respuesta a la problemática de la salud y sus determinantes” (Ibáñez, 2021).

Durante el auge de un movimiento político que instalaba a los trabajadores en el centro de la escena, acumulan suficiente poder como para constituirse en artífices de la resolución de los problemas de salud en concordancia con una concepción de Estado que comenzaba a bregar con el bienestar de sus ciudadanos y, desde una mirada de la economía de la época, en la preservación de la fuerza de trabajo y de su familia. Es así como lo trabajadores decidieron, crear y conducir sus propias organizaciones sociales en forma voluntaria y de acuerdo con su agrupación por rama de actividad o lugar de trabajo. Nace así el seguro de salud en la Argentina, por fuera de las estructuras del Estado y con los aportes de los trabajadores desde su salario y de manera voluntaria.

Estas entidades no gubernamentales, denominados Obras Sociales, conforman el subsector del sistema de salud argentino más extenso y dominante en cuanto a cobertura de la población. De tal manera que a medida que su crecimiento financiero fue acentuándose, comenzaron a orientar sus inversiones en la generación de servicios de salud propios.

Este crecimiento durante los primeros años de su creación, con gran impacto en los balances de estos fondos aseguradores, termina también concentrándose en la contratación de prestaciones médico-asistenciales a terceros proveedores. Generando así una importante evolución en los servicios médicos de carácter privado en el país, siendo el subsector de la seguridad social el gran financiador de las entidades de medicina prepaga y demás prestadoras de índole privados.

“La demanda concentrada en los beneficiarios de las obras sociales tracciona la oferta de servicios de atención médica que se organiza a través de corporaciones de profesionales de la salud, sanatoriales, farmacéuticas, y de producción de insumos médicos y medicamentos, conformándose el mercado de la medicina de lucro o comercial” (Ibáñez, 2021).

“Entrados los años 60s y mediados de los 70s, el Estado establece la necesidad de regular el marco de aportes y contribuciones a las obras sociales, promulgando así la norma que va a encuadrar legalmente este mecanismo de solidaridad, siendo esta la Ley N° 18.610. Se crea el sistema de obras sociales y coloca bajo el paraguas de la seguridad social a toda la población en relación de dependencia, llevándose a cabo durante un proceso de alta conflictividad política. Se estableció que los aportes y

contribuciones se realicen de manera obligatoria, correspondiente a la rama de la actividad de cada trabajador” (Ibáñez, 2021).

El Estado se asumió como principal regulador de las obras sociales. Se crea el Instituto Nacional de Obras Sociales (INOS), para coordinar, integrar y promover el funcionamiento de las OSN. También controles de orden técnico, administrativo y contable. En relación con el financiamiento, se estableció que el sistema perciba recursos provenientes de aportes y contribuciones sobre la nómina salarial, fijándose una contribución a cargo del empleador 2% de la remuneración y a cargo del empleado un aporte del 1%, más un 1% adicional por cada integrante del grupo familiar (Robba, 2015).

La cobertura de la seguridad social toma de esta manera un status de orden universal y obligatorio para los trabajadores en relación de dependencia y su grupo familiar.

En los 80s, con el proceso de reorganización militar, se deroga la norma anterior y se sanciona la Ley N° 22.269, cuyo principal objetivo era intervenir las OSN, estableciendo que sus fondos sean considerados de naturaleza pública, y fortalecer los mecanismos de control de los organismos de contralor. Se busca así desvincular completamente a los sindicatos del manejo de las OSN.

Se destaca en el articulado de la norma, la posibilidad de la libre elección de los beneficiarios de la obra social con el consecuente traspaso de los aportes y contribuciones a la OS elegida. De esta manera se pretendía dar comienzo a la desestructuración de la demanda cautiva, que al entender de los analistas del mercado del régimen era generada por la obligación de orientar los aportes hacia las OSN que correspondía por rama de actividad y lugar de trabajo (Ibáñez, 2021).

Al regreso de la democracia, en el año 1983, surgen dos nuevas normas, vigentes en la actualidad. Las leyes N°23.660 y 23.661. de regulación de las Obras sociales y del Seguro Nacional de Salud, respectivamente.

Desde un punto de vista político y de políticas económicas, el país da un giro interesante en materia de financiamiento del sistema de seguro nacional de salud. Es una etapa en la que la injerencia de los seguros sociales, tanto de carácter previsional como de salud, irrumpen con fuerza en la economía del país.

Se instala un paradigma neoliberal, se destacan entre sus orientaciones aquellas cuestiones vinculadas al mercado como asignador de recursos, el individuo por sobre lo colectivo, la libertad de mercado y la diferenciación y selección de individuos. “Es en este marco en el que se produce una fuerte transformación del Estado, donde se destaca la desaparición del Estado de bienestar y una tendencia a la conformación del Estado Subsidiario, donde se prioriza la transferencia al mercado de las actividades que habitualmente era asignadas al sector público. En especial servicios y sobre todo aquellas con alto rédito económico” (Ibáñez, 2021).

La Ley N°23.660, comprende:

“Quedan comprendidos en las disposiciones de la presente ley:

a) Las obras sociales sindicales correspondientes a las asociaciones gremiales de trabajadores con personería gremial, signatarias de convenios colectivos de trabajo;

b) Los institutos de administración mixta, las obras sociales y las reparticiones u organismos que teniendo como fines los establecidos en la presente ley hayan sido creados por leyes de la Nación;

c) Las obras sociales de la administración central del Estado Nacional y sus organismos autárquicos y descentralizados; (Inciso sustituido por art. 1° de la Ley N° 23890 B.O. 30/10/90).

d) Las obras sociales de las empresas y sociedades del Estado;

e) Las obras sociales del personal de dirección y de las asociaciones profesionales de empresarios;

f) Las obras sociales constituidas por convenio con empresas privadas o públicas y las que fueron originadas a partir de la vigencia del artículo 2° inciso g) punto 4 de la ley 21.476;

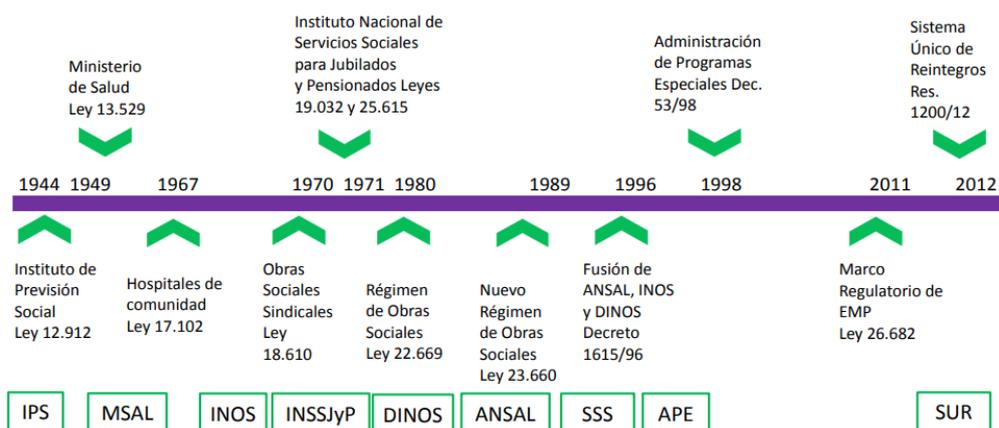
g) Las obras sociales del personal civil y militar de las Fuerzas Armadas, de seguridad, Policía Federal Argentina, Servicio Penitenciario Federal y los retirados, jubilados y pensionados del mismo ámbito, cuando adhieran en los términos que determine la reglamentación;

h) Toda otra entidad creada o a crearse que, no encuadrándose en la enumeración precedente, tenga como fin lo establecido por la presente ley”.

Se establecen además de manera explícita el porcentaje de recursos a destinar a las prestaciones de salud, los términos de financiamiento, el porcentaje destinado al FSR que hemos mencionado oportunamente destinado a redistribuir el riesgo entre todas las entidades comprendidas. Creó además las Dirección Nacional de Obras Sociales (DINOS), dependiente del Ministerio de Salud y Acción Social, como autoridad de aplicación. Siendo estos los temas más importantes a tratar en dicha norma.

Por su parte la ley 23.661 sancionada el mismo año, creó el Sistema Nacional del Seguro de Salud. Teniendo los alcances de un seguro social para procurar la cobertura plena a toda la población. Es a partir de esta norma que las OSN son agentes de seguro de salud.

Figura 5: Evolución Marco normativo



Evolución del marco normativo, fuente: (Robba, 2015)

Este apartado que analizó la evolución de las obras sociales permitió reconocer las responsabilidades de los diferentes actores y organizaciones. En el próximo capítulo se profundiza en la OSN, desde un punto de vista del circuito de su financiamiento. Las ratios que se deben tener en cuenta como indicadores de su salubridad, desde una perspectiva más financiera, vinculada al objetivo de este trabajo.

3. Las Obras Sociales Nacionales. Concepto y alcances.

Es imperante remarcar el carácter de entes autónomos de las OSN, que integran el Sistema Nacional Salud y también el Sistema Nacional del Seguro de Salud, financiadas principalmente por los aportes del trabajador y por las contribuciones de sus respectivos empleadores. Es de suma importancia para comprender el flujo de los fondos de estas entidades. En contrapartida, prestar servicios de salud a través de un mecanismo que se basa principalmente en la solidaridad y la igualdad, mediante la ejecución de técnicas de cobertura.

La autoridad de aplicación, la Superintendencia de servicios de salud, surge por una fusión de varios organismos, como consecuencia de un decreto del año 1996. Une lo que era hasta entonces, la administración Nacional de Servicios de Salud, el Instituto Nacional de Servicios de Salud y la

Dirección Nacional de Obras Sociales. Se trata de un organismo descentralizado, y con régimen de autarquía administrativa, económica y financiera (Robba, 2015).

Es la Superintendencia de Servicios de Salud el organismo encargado de fiscalizar económica y financieramente a las OSN.

Los controles a ejercer sobre las entidades van más allá de los aspectos prestacionales, ya que se impondría también la fiscalización por parte de la SSS de aspectos económicos financieros, pues ella tiene a su cargo el establecimiento de márgenes de solvencia, las reservas técnicas, el porcentaje de inversión de bienes, verificando si las inversiones hechas reúnen los requisitos de liquidez, rentabilidad y garantías correspondientes (Montejo, 2004).

Es por esta razón que la SSS monitorea de manera regular, los niveles de solvencia y capacidad financiera con que cuentan estos agentes de seguro. Los califica de esta manera en tres categorías básicas; insuficientes, regulares o suficientes.

La evolución de la normativa que regula el funcionamiento de estas entidades permitirá analizar en los próximos apartados, cómo funciona el marco regulatorio de las compañías aseguradoras y entidades financieras para llevar a cabo un trabajo de valoración de la compañía. Puesto que son rubros donde la regulación del estado juega un papel protagónico a la hora de determinar encajes, colocaciones de excedentes, liquidez, y demás cuestiones financieras de gran importancia para el estudio que se llevará a cabo. Se tendrá en cuenta la determinación y regulación de lo que sería el costo mínimo de salud que estos fondos, la OSN, tienen la obligación cubrir a sus beneficiarios.

3.1 El Programa Médico Obligatorio. Concepto.

“Se denomina PMO, al Programa Médico Obligatorio, siendo este un conjunto de prestaciones y servicios de salud. Es decir, una especie de “canasta” básica de prestaciones que deben cubrir obligatoriamente por ley todas las instituciones comprendidas por el Sistema Nacional del Seguro de Salud. Subsectores de la seguridad social como así también el subsector de la medicina privada. Siendo este último subsector obligado por la Ley N° 26.682 del año 2011” (Dr. Ernesto Van Der Kooy, 2019).

“El PMO es una referencia para la cobertura que brindan las obras sociales y Direcciones de ayuda social y para el sector público cuyo propósito es lograr una cobertura universal de salud para personas formalmente no cubiertas. La canasta de prestaciones incluidas en el PMO sigue siendo evaluada por las SSS, con la finalidad de tratar de limitarla a prestaciones que cumplan con los criterios de medicina basada en la evidencia y/o costo efectividad, y que las nuevas prestaciones cumplan dichos requisitos” (Dr. Ernesto Van Der Kooy, 2019). En este sentido, resulta importante comprender la finalidad de establecer una canasta básica de prestaciones de salud para los fondos.

En un estudio sobre “Obras Sociales Financiamiento y Equidad, el economista para el Centro de Estudios de Estado y Sociedad”, (Maceira,2003), expone lo siguiente:

“La existencia de un conjunto de prestaciones básicas garantizadas tiene como fin, no sólo estimar el costo de un sistema de salud definido, como elemento indispensable en el diseño de un sistema de aseguramiento en salud, sino también permite establecer limitaciones relativas de acceso, posibilitando un esquema equitativo de financiamiento. En sistemas sin paquetes definidos la garantía es difusa y se encuentra sujeta a la existencia circunstancial de servicios disponible” (Maceira, 2003).

Al haberse establecido un piso en las prestaciones de los servicios de salud, sirve también para establecer una referencia del costo básico en cual tanto los fondos de OSN como las EMP, deben incurrir para cubrir a los aportantes del Sistema Nacional del Seguro de Salud. Muchas de las OSN más pequeñas y con aportes significativamente menores a los de la media de otras OSN más grande, no

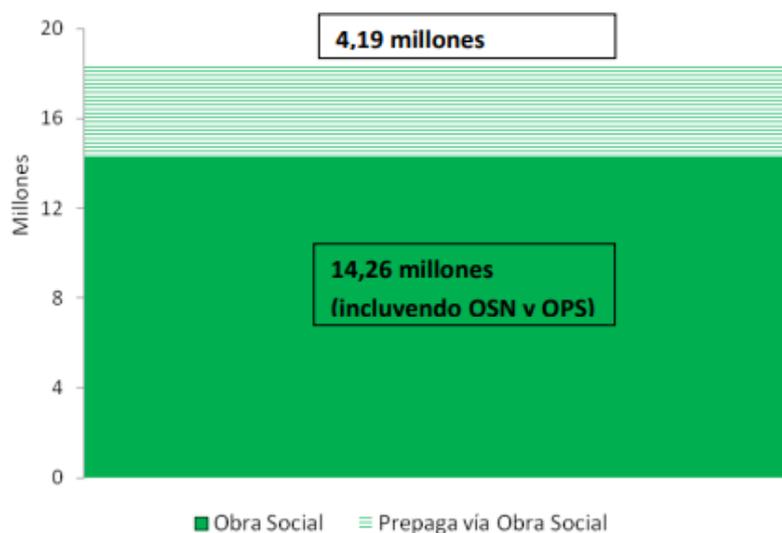
llegaron a cubrir esta canasta mínima que se les exigía, lo cual abrió a un debate que voy a tratar de exponer en los siguientes párrafos.

En un artículo publicado el Dr. Ernesto Van Der Kooy (2019), acerca de un estudio para la estimación del gasto del PM, explica lo siguiente: “Por el sistema de seguro social obligatorio (en sus diferentes fragmentos) cubre el 59% de la población, siendo las OSN responsables de la cobertura del alrededor 33% de la población de nuestro país”. De ese porcentaje, menciona el autor, casi cuatro millones beneficiarios son atendidos por el subsector privado de salud, las EMP. Entonces. A veces se torna complicado poder determinar cuál es el verdadero objeto de aquellos fondos cuyas prestaciones, tanto las exigidas por el PMO como aquellos planes que son superadores al mismo, son terciarizadas por una entidad de medicina prepaga, o sea por el sector privado.

Hay un fenómeno que se describe en gran parte de la bibliografía que analiza el subsector de la seguridad social, que tuvo un gran impacto en términos del flujo de recursos, es decir, de los aportes y contribuciones que provienen de cada uno de los beneficiarios, o sea de la principal fuente de financiamiento del sistema nacional del seguro de salud. Este fenómeno lleva el nombre de “descreme”.

Muchas OSN no tienen un caudal suficiente de beneficiarios que aportan al fondo, o bien que la base sobre la que se calculan esos aportes, que son las remuneraciones brutas de los aportantes, no son suficientes como mantener la ecuación de solidaridad del sistema versus riesgos de enfermedad. Es por esta razón que muchos de estos fondos, que no cuentan con la posibilidad de prestación propia, realizan subcontrataciones con el sector privado para poder llevar a cabo, como se ha mencionado, la prestación mínima exigida por el PMO a sus beneficiarios. Esto generó que muchos beneficiarios optaran por afiliarse a OSN que les permitiera a su vez poder acceder a las prestaciones de los servicios mediante las EMP.

Figura 6: Fenómeno del Descreme en las OSN



Efecto del fenómeno del descreme en las OSN: fuente (Robba, 2015)

El financiamiento del sector se vio afectado e impactó en todo el ecosistema que tiene a cargo el aseguramiento de la salud de gran parte de la población que cubre.

Con el panorama del marco legal y conceptual del Sistema Nacional de Seguro de Salud, lo que implica tener una canasta básica de servicios a cubrir, se analizara con más detalle el financiamiento de estos fondos aseguradores. Su funcionamiento desde un modelo de solidaridad y cómo los riesgos intrínsecos al sistema se distribuyen y con qué mecanismos se lleva a cabo este propósito.

3.2 Financiamiento de las Obras Sociales Nacionales.

El profesor Dr. Adolfo Rubinstein (2021), ex ministro de salud, en el módulo sobre el mercado de aseguramiento y financiamiento de los sistemas de salud, planteó la siguiente pregunta: “¿Quién paga por la atención de la gente?”. Es una pregunta que con este trabajo pretendo aclarar, o por lo menos de esclarecer algunos puntos de este complejo mecanismo que tiene la importantísima tarea de asegurar tanto la salud como las finanzas ante alguna eventualidad no deseada.

Hay tres grandes objetivos que es necesario estudiar a la hora de encarar la salud pública, y que a los gobiernos les es de gran interés tener en cuenta:

Mejorar el estado de salud de la población;

Mejorar el acceso a los servicios;

Cubrir el riesgo individual de pérdidas financieras debidas a enfermedad por medio de subsidios.

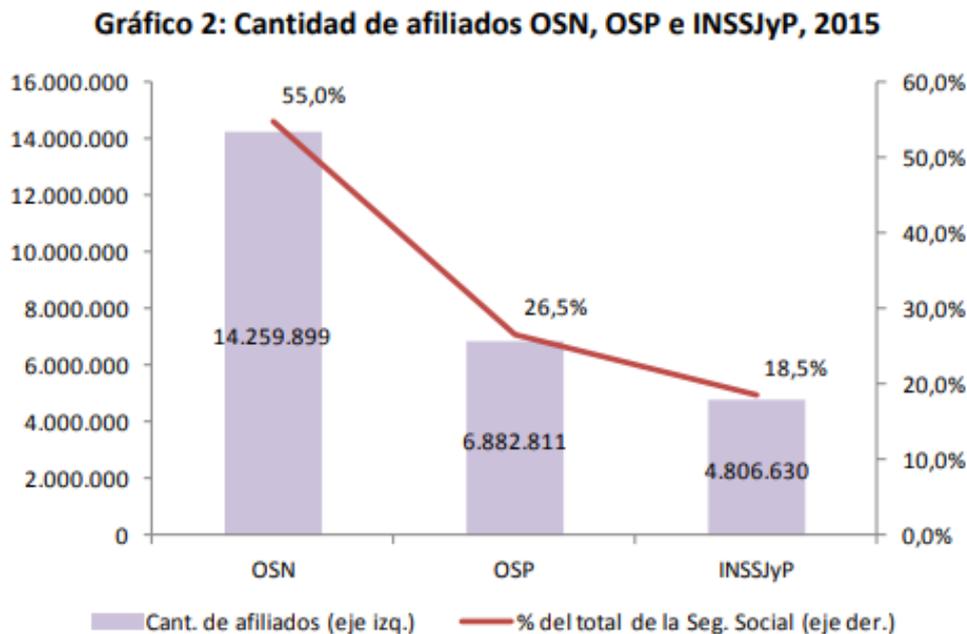
Si bien los tres aspectos son relevantes, este estudio se centrará en el último.

Es conveniente comprender el flujo de los recursos que solventan las bases de este sistema de fondos solidarios que tienen como fin último soportar el riesgo de unos pocos con el aporte de todos los contribuyentes. Principio fundacional en un mecanismo de seguro social. La actividad de los seguros es una actividad fuertemente regulada, por lo general, por entes descentralizados del Estado, siendo estos fondos entidades que concentran un riesgo que siempre será motivo de ser observados con gran interés por parte de todas las administraciones de turno, sea cual fuere el origen político que los administre. La salud de su población.

En la actualidad las obras sociales nacionales son “agentes gerencadoras” de recursos que subcontratan un servicio privado de salud. Actuando como meros, intermediadores, entre el aporte del beneficiario y el efectivo prestador del servicio. Es decir, que se terceriza el servicio a asegurar, por una cuestión de economía de escala.

El subsector de la seguridad social es el que más recursos absorbe del sistema de salud argentino. Siendo que estos mismos, con los vaivenes de la macroeconomía, se han nutrido de las recuperaciones tanto de los niveles de empleo registrado como del salario de la fuerza laboral, que ha ido acompañando los crecientes niveles de inflación de los últimos 20 años.

Figura 7: Cantidad de Afiliados en el subsector de la seguridad social.



concentración de los afiliados en el subsector de la seguridad Social, fuente:(Goldschmit, 2018).

La ley N°23.660 especifica cómo obtendrán los recursos para que las obras sociales puedan cubrir los gastos tanto administrativos, de la canasta básica de coberturas antes mencionada y de posibles eventos contingentes de sus afiliados. Determinando de esta manera que los agentes del seguro de salud se financiarán con aportes y contribuciones que deben efectuar los integrantes del sistema.

La ley aclara:

“Art. 16.- Se establecen los siguientes aportes y contribuciones para el sostenimiento de las acciones que deben desarrollar las obras sociales según la presente ley:

a) Una contribución a cargo del empleador equivalente al seis por ciento (6 %) de la remuneración de los trabajadores que presten servicios en relación de dependencia;

b) Un aporte a cargo de los trabajadores que presten servicios en relación de dependencia equivalente al tres por ciento (3 %) de su remuneración. Asimismo, por cada beneficiario a cargo del afiliado titular, a que se refiere el art. 9º último apartado, aportará el uno y medio por ciento (1,5 %) de su remuneración.”

Existen a su vez regímenes especiales que determinan, por medio de normas específicas, otros recursos por medio de los cuales estas entidades también se nutren de fondos para hacer frente a las obligaciones ciertas y contingentes. Hacemos referencia así a las disposiciones especiales correspondientes a los trabajadores de casas particulares², y al régimen simplificado para pequeños

² En el año 1999 se sanciona la Ley N°25.239, en la cual se instituye -entre otras cosas- el Régimen Especial de Seguridad Social para Empleados del Servicio Doméstico, de carácter obligatorio para los empleados que brinden servicios dentro de la vivienda doméstica

contribuyentes³. En ambos regímenes el monto que se aporta es fijo y se actualiza año a año. Además, existe la posibilidad de percibir recursos producto de la percepción por planes adicionales al programa médico obligatorio, por el pago por parte de beneficiarios voluntarios o como así también de beneficiarios adherentes.

Además de los aportes y contribuciones, tanto de trabajadores en relación de dependencia, es decir, del sector formal; como de los aportes de los regímenes especiales, hay una tercera fuente de recursos que merece ser explicado de manera más específica: el Fondo Solidario de Redistribución⁴. Este tiene la primordial tarea de disminuir las grandes asimetrías que existen como consecuencias de las disparidades que hay entre salarios y volúmenes poblacionales entre los fondos, como además de servir para fondear otros programas que sirven para cubrir, por ejemplo, dolencias cuyos tratamientos son de alto impacto económico financiero, pero que a su vez tienen baja incidencia para el paciente⁵.

Manuela Robba (2015), en su trabajo acerca de las perspectivas y el desempeño de las Obras Sociales Nacionales, menciona que el mecanismo de distribución de los recursos del fondo solidario de redistribución a las Obras Sociales presenta dos canales diferentes. Por un lado, funciona como un reaseguro para cubrir enfermedades de alto costo y baja incidencia, a partir de reintegros otorgados por el Sistema único de Reintegros (SUR) y, por otro lado, transfiere recursos a través de subsidios con un fin redistributivo.

Figura 8: Financiamiento de las Obras Sociales.



³ En 1998 se crea el Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes mediante la Ley N°24.977, con el objetivo de constituir un único tributo para los pequeños contribuyentes, estableciendo un régimen integrado y simplificado, relativo a los impuestos a las ganancias y al valor agregado y al sistema previsional.

⁴ En el año 2000, los Decretos N° 446 y N° 1140 dispusieron la elevación de los porcentajes de aportes al FSR al 15% y 20% de los Aportes y Contribuciones (AyC), dependiendo del nivel de remuneración del trabajador.

⁵ El FSR fue creado en el año 1980 por la Ley N° 22.269 para cubrir las contingencias financieras y económicas de las instituciones más deficitarias, financiar la creación de infraestructura y planes y programas de carácter social. (Goldschmit, 2018)

En otras palabras, este gran fondo de reaseguro administrado por la superintendencia de servicios de salud se creó para cumplir la importante función de subsidiar a aquellos fondos de seguro social que tenían un ingreso promedio por beneficiario (per cápita) considerablemente menor al ingreso de aquellas obras sociales cuyos salarios del aportante excedían al costo mínimo a cubrir en cuanto a gastos de salud, o sea, al PMO. Y además de cubrir los gastos de aquellas obras sociales que tienen que incurrir en la cobertura de aquellos tratamientos que tienen un impacto económico y financiero alto para el fondo, y que además la incidencia del tratamiento en el paciente es baja. El peor de los escenarios en términos de contingencia.

Figura 9: Distribución de los recursos del FSR

Componente	Descripción	% de AyC
SUR	Reintegros: Patologías de alto costo y baja incidencia.	2,20%
SUMA	Subsidio en función de la cantidad de población e ingresos promedio.	6%
SUMARTE	Subsidio a la población de regimen de trabajo especial (monotributistas, monotrib. Sociales y casas particulares.)	1,50%
SUMA 70	Subsidio a la población mayor de 70 años.	0,70%
SANO	Cotización mínima mensual a través de una matriz de riesgo	0,01%

Distribución de los recursos del FSR. Fuente: (Goldschmit, 2018)

En el sistema único de reintegros (SUR)⁶, parte de los recursos provenientes del fondo solidario de redistribución se destinan a soportar financieramente patologías de alto impacto económico, que demandan una atención prolongada en el tiempo. Robba (2015), en su informe las denomina “enfermedades catastróficas”. Se aseguran así a los beneficiarios del sistema nacional del seguro de salud, la atención continua de dichas patologías para poder ser tratados, otorgando de esta manera apoyo financiero a los fondos que tienen la importante tarea de cubrir a sus beneficiarios ante esta eventualidad. Actualmente el funcionamiento de dichos reintegros que se articulan a través de la gestión de un expediente en la superintendencia de servicios de salud, la cual luego de haber sido evaluada dicha patología se procede al pago del expediente a nombre de la obra social para que este sea reintegrado al socio. Existe actualmente un catálogo de patologías que precisan la enfermedad y los

⁶. Tiene como antecedente la Administración de Programas Especiales (APE), organismo anteriormente descentralizado del Ministerio de Salud de la Nación. Se instrumentaliza a partir de la resolución N° 1200/2012 SSSALUD.

tratamientos que la superintendencia de servicios de salud estima son aplicables al caso⁷. Algunas de las patologías a cubrir es, a modo enunciativo: HIV, prótesis, medicación oncológica, droga dependencia, etc. Es la superintendencia a modo discrecional y en base a excedentes del fondo solidario de redistribución, la que decide en qué momento se realizan dichos reintegros.

También existen una serie de subsidios que se llevan cabo para compensar diferentes asimetrías entre los fondos; por la cantidad de afiliados que poseen, el nivel de salarios que reciben, y por el tipo de aportante que tienen dentro de su masa poblacional a cubrir. Tienen la finalidad de mitigar la disparidad que hay entre ingresos per cápita por obra social, ayudando así a grupos poblacionales a los cuales se los considera más expuestos a sufrir percances por una eventual contingencia de carácter negativa en lo que respecta a su integridad como personas. Existen actualmente cuatro categorías de estos subsidios. Se explican a continuación cómo funcionan e impactan en el fondo solidario de redistribución.

Subsidio automático nominativo de obras sociales (SANO)⁸, se trata de un ingreso con el que cuentan aquellos fondos cuyos beneficiarios aportantes y su grupo familiar, no llegan a cubrir el costo del programa médico obligatorio, es decir, se busca cubrir con la cobertura mínima al grupo de aportantes que poseen los salarios más bajos. Se garantiza así un aporte mínimo. Se calcula tomando el número de afiliados de la obra social, y multiplicándolo por una cápita estipulada, siendo que la misma se actualiza automáticamente⁹.

Otro de los subsidios, es el denominado de “ajuste automático”, es el subsidio de mitigación de asimetrías (SUMA)¹⁰. Destinado a complementar la financiación de los agentes aseguradores de salud. Mediante una distribución automática de fondos resultantes del fondo solidario de redistribución, tomando como parámetro la cantidad de afiliados de las obras sociales y el nivel de ingresos de los afiliados. Se distribuye de la siguiente manera: 6% de los recursos correspondiente a los aportes y contribuciones que recibe el FSR, un 20% se otorga en parte iguales a aquellos fondos con más de 5.000 afiliados; el restante 80% de manera directamente proporcional al número de afiliados de cada agente. Aquellos fondos que posean menos de los 5.000 y que además el ingreso mensual promedio, por afiliado, sea menor al ingreso mensual promedio de todo el sistema, recibirán una compensación económica que les permita alcanzar dicho ingreso mensual promedio del sistema.

Así mismo se intentó replicar un subsidio para aquellos fondos que contaban dentro de su masa de afiliados a aportantes pertenecientes a regímenes especiales, es decir, como los pertenecientes al régimen simplificado para pequeños contribuyentes (monotributistas), y a los trabajadores del servicio doméstico. A este recurso se lo denominó subsidio de mitigación de asimetrías para regímenes de trabajo especial (SUMARTE). Por último, siguiendo esta línea de recursos para los agentes con el fin

⁷ Resolución 1511/2012 crea el sistema único de reintegros por prestaciones otorgadas a persona con discapacidad.

⁸ Decreto PEN N°1901/2006 Establece la compensación automática con cargo a los recursos del fondo solidario de redistribución cuando los importes que ingresan a la obra social respectiva cuando no alcanza al monto previsto para el grupo familia que se trate. Ajuste por riesgo.

⁹ Matriz de Ajuste por Riesgo vigentes se corresponden a los valores según las modificaciones surgidas a partir del Decreto 921/2016, mediante el cual se transfieren recursos a las Obras Sociales teniendo en cuenta la edad y el sexo de sus afiliados y el ingreso promedio por grupo familiar. Los valores de dicha matriz se ajustan automáticamente, de manera trimestral, de acuerdo con el índice de movilidad jubilatoria, conforme lo establece el artículo 2° del mencionado decreto.

¹⁰ Instituido por el Decreto 1609 del año 2012

de mitigar las diferencias que, por la naturaleza de sus afiliados, la cobertura suele ser más costosa en términos per cápita, se adicionó el SUMA70. Un subsidio para mitigar aquellas asimetrías provenientes de los afiliados que poseen más de 70 años¹¹. Siendo la distribución de estos subsidios de la siguiente manera; SUMARTE obtiene recursos por el 1.5% de los aportes y contribuciones de los salarios y se distribuye según la cantidad de beneficiarios del régimen especial que pesa cada obra social. El SUMA 70, por el 1.2% de los aportes y contribuciones, distribuyéndose en proporción a la cantidad de beneficiarios mayores a 65 años que posea el agente del seguro de salud.

Paralelamente a estos recursos con los que cuentan los fondos del seguro de salud, hay que mencionar los mecanismos de integración. No se trata de una fuente de generadora de recursos genuinos para las obras sociales, puesto que es un mecanismo de reintegro con el que cuentan los agentes. Son una forma de apoyo financiero para aquellas prestaciones que se les otorga a los beneficiarios con discapacidad dentro del padrón de las obras sociales¹². Básicamente funciona con un nomenclador de prestaciones básicas para personas con discapacidad, del cual las obras sociales deben hacerse cargo, siendo que dichos gastos son recuperables para las mismas. Se financian en base a fondos provenientes del fondo solidario de redistribución¹³.

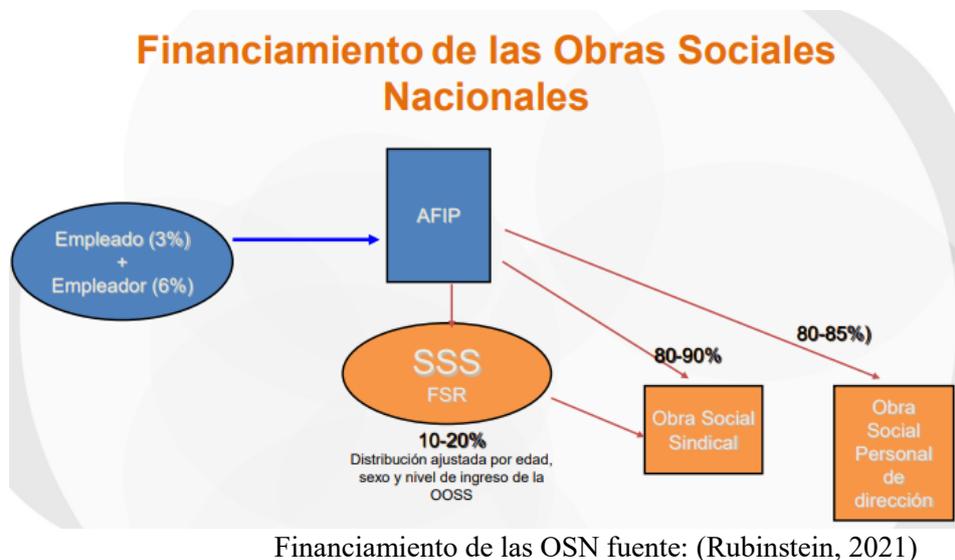
Se ha explicado de forma detallada en este apartado cómo se financia una obra social y cómo obtienen los recursos para hacer frente a las prestaciones a la que se les obliga a hacer frente para con sus afiliados. Queda así expuesto, que se está frente a un mecanismo puramente de solidaridad, no sólo de los aportantes/beneficiarios dentro de una obra social; sino que también entre los diversos agentes que operan dentro de este gran ecosistema denominado Sistema del Seguro de Salud. Formando así un gran “pool de riesgos” que aseguran, primordialmente, contingencias económicas financieras de los afiliados. A continuación, se realiza un análisis financiero de los agentes.

¹¹ Hasta 2018 correspondía a los afiliados de más de 70. Con el Dto. 554 del 2018 se bajó a la edad 65 años, y que además no se encuentren afiliados al PAMI. Se busca así complementar la cobertura a este grupo etario, que es el de más alto riesgo.

¹² Resolución E N°276/2018 SSS estipula que para acceder al apoyo financiero de las prestaciones de discapacidad brindadas a partir del 1° de enero de 2019, sólo se dispondrá del “Mecanismo de integración”.

¹³ Decreto 904 de 2016, implica el pago directo a los agentes del seguro de salud por el gasto que demanda la cobertura médico prestacional a favor de sus beneficiarios.

Figura 10: Financiamiento de las Obras Sociales Nacionales.



3.3. Monitoreo financiero en las Obras Sociales. Ratios. Parámetros para el establecimiento de crisis financiera.

En la bibliografía disponible, los trabajos abordan de manera integral la situación financiera del sistema de obras sociales. Este trabajo no hace hincapié tanto en un análisis global de la situación, sino más bien de cómo se debe encarar un análisis particular de una de estas entidades. Qué indicadores mirar, qué muestran cada uno y qué significan los números a arrojan dichos indicadores, para a posteriori poder tomar recaudos ante diversos escenarios.

Luego de exponer el marco conceptual, legal y cómo se proveen de recursos, se realizará el análisis financiero de un agente del seguro de salud.

En la ley de obras sociales N° 23.661 se explicita que: “El seguro tendrá como objetivo fundamental el otorgamiento de prestaciones de salud igualitarias, integrales y humanizadas, tendientes a la promoción, protección, recuperación y rehabilitación de la salud, que respondan al mejor nivel de calidad disponible y garanticen a los beneficiarios la obtención del mismo tipo y nivel de prestaciones eliminando toda forma de discriminación en base a un criterio de justicia distributiva¹⁴”. Para poder cumplimentar con dichos requisitos expuestos por la norma, los fondos de seguros, deben poder garantizarse de la liquidez necesaria, conocer los niveles de gastos prestacionales y administrativos, liquidez prestacional, y otros indicadores que son necesarios conocer y que son muy específicos del ámbito de estudio que se está abordando.

En un estudio de Cetrángolo y Goldschmit, para el periodo 2013 y 2014 se dedicaron a tomar datos agregados para las obras sociales nacionales. Resaltaron que posiblemente el sistema era solvente y que

¹⁴ Artículo 2° de la Ley de obras sociales N° 23.661

se cumplía con los requisitos de liquidez prestacional, cumplimentando así con los parámetros prestablecido por la norma¹⁵. Pero siempre con relación al conjunto de los agentes.

Figura 11: Situación financiera consolidada de las OSN años 2013-2014

	2013	2014	
ACTIVO	34.726	42.332	22%
PASIVO	18.297	21.914	20%
P. NETO	16.429	20.418	24%
INGRESOS	87.209	111.394	
EGRESOS	83.065	106.397	
R.FINAL	4.144	4.997	21%

situación financiera del consolidación de Obras Sociales 2013-2014,

Fuente: Oscar Cetrángolo y Ariela Goldschmit

De la misma forma y como la normativa indica, se realizó en ese estudio un diagnóstico de la situación financiera, siempre como un agregado de los agentes. Se tomaron para el análisis, indicadores de: liquidez prestacional, endeudamiento total, endeudamiento corriente, rotación de la deuda prestacional, el nivel de gasto administrativo y prestacional, capital de trabajo, inversiones y disponibilidades a corto plazo. Que son indicadores que están impuestos por la norma.

¹⁵ Resolución N° 109/2000 –SSSALUD Normativa que deberán cumplimentar los agentes del seguro de salud a efectos de disponer de información amplia y adecuada sobre el desenvolvimiento económico y financiero de los mismos, así como contar con un modelo analítico de diagnóstico permanente de la situación particular de cada entidad, y general del conjunto del sistema.

Figura: 12: Situación financiera del consolidado de Obras Sociales, análisis financiero y de solvencia 2013-2014

	2013	2014	
Gasto Prestacional > 80%	83,73	84,29	1%
Gasto Administrativo < 8%	7,25	6,98	-4%
Capital de Trabajo (mill. de \$)	15.227	19.262	26%
Disponibilidades + Inversiones a corto plazo (mill. de \$)	11.547	15.181	31%
Liquidez Prestacional (>1)	2,27	2,30	1%
Rotación de deuda prestacional (hasta 120 días)	59	56	-5%
Endeudamiento Total (<2)	1,11	1,07	-4%
Endeudamiento Corriente (<1)	0,93	0,91	-2%

situación financiera del consolidado de Obras Sociales, 2013-2014,
Fuente: Oscar Cetrángolo y Ariela Goldschmit

Los datos arrojados, según los parámetros establecidos, parecen ser muy aceptables para lo que la norma estipula para que el sistema sea saludable. Pero como bien indican Cetrángolo y Goldschmit, no implica que puedan así existir dificultades financieras para algunos agentes del seguro de salud, que no cuentan con la escala necesaria o los recursos suficientes para hacer frente a sus obligaciones (Goldschmit, 2018). Como se ha desarrollado a lo largo de todo el documento, es un sistema que se encuentra totalmente integrado, en el fondo de la cuestión todos aportan a todos los fondos y a su vez cada uno de ellos está contribuyendo a un gran fondo de reaseguro para proteger a aquellos agentes que se encuentren en situaciones económicas financiera completamente endeblés. Esto se debe a la disparidad de ingresos por beneficiario de cada obra social, diversidad de modalidades de contratación y planes de cobertura que hace prácticamente imposible concluir sobre la viabilidad del sistema tomándolo en su conjunto. Lamentablemente, sostienen Cetrángolo y Goldschmit (2018), no se cuenta con información desagregada por Obra Social que permita realizar este análisis y seguimiento caso por caso.

A tales efectos es de gran utilidad una norma muy específica que tenga, entre otras, la finalidad de establecer parámetros para poder detectar aquellos agentes que se encuentran en situación de crisis

económico-financiera¹⁶. El organismo de control establece que se considera en crisis un agente cuando al haberse aplicado las fórmulas de los indicadores económicos-financieros del anexo, los resultados arrojados se encuentren por fuera de los parámetros aceptables. De esta manera se logra detectar a tiempo la existencia de riesgos económico-financieros que alteren la obligación de suministrar las prestaciones a las que el agente se encuentra obligado a prestar, es decir, los servicios establecidos en el programa médico obligatorio.

Tabla 1: Indicadores económicos-financieros OSN

N°	Nombre del indicador	Fórmula Valor	Valor aceptado
1	Capital de Trabajo	Activo corriente – (Pasivo corriente x 0.75)	>0
2	Endeudamiento Total	Pasivo Total / Patrimonio Neto	<2
3	Endeudamiento Corriente	Pasivo Corriente / Patrimonio Neto	<1
4	Patrimonio Neto	Activo Total – Pasivo Total	>0
5	Inmovilización de bienes de uso	Bienes de Uso / Patrimonio Neto	<1
6	Resultado Operativo	Resultado Operativo / Ingresos Totales	>0
7	Nivel de gasto prestacional	(Gasto Prestacional / Ingresos Totales) x 100	>= 80%
8	Nivel de gastos administrativos	(Gasto Administrativo / Ingresos Totales) x 100	< = 8%
9	Rotación de Créditos por Aportes y contribuciones	Créd. por Ap.y Contrib. / Prom.Mens.Ingresos Ap.y Contrib	<2,3
10	Rotación Deuda Prestacional	Deudas Prestacionales / Gastos prestacionales promedio del mes	90 / 120 días
11	Liquidez Prestacional	Activo Corrientes / Pasivo Corriente Prestacional	>1
12	Cantidad de Beneficiarios	Cantidad de Beneficiarios	>10.000

Criterio N°1 - Indicadores económico-Financieros según Dto. N° 1400/2001

Por otro lado, se establecen en la norma otros criterios para el análisis y diagnóstico de un agente del seguro de salud. Análisis de la capacidad de repago, por ejemplo, siendo este el cociente entre pasivo corriente total de la entidad, neto de inversiones líquidas, y la recaudación ordinaria diaria. Siendo el resultado óptimo que dicha capacidad de repago sea de hasta ciento cincuenta (150) días. Otro criterio importante para observar es la dependencia de subsidios financieros por parte del agente. Se determina, según la norma, que habrá dependencia de subsidios financiero siempre que el agente hubiera recibido durante los dos últimos años calendario subsidios equivalentes a dos meses de recaudación.

¹⁶ Decreto 1400/2011 Obras Sociales en crisis: garantía de la continuidad de la cobertura.

4. Mercado, Aseguramiento y Financiamiento de los Sistema de Salud

En la Argentina no se cuenta con modelos de Análisis Patrimonial Dinámico para Empresas de Medicina Prepaga, tampoco para las OSN, al menos de público conocimiento, que adaptado a nuestra realidad permitan desarrollar tareas para la evaluación de la estabilidad de las Empresas de Medicina Prepaga, tanto a los fines de gestión empresarial como a los fines de superintendencia de la actividad. Hoy en día encabezada por la Superintendencia de Servicios de Salud (Cristina, Aldana, Eduardo, Marina, & Daniel, 2018).

A los efectos de profundizar como objeto principal de este abordaje teórico-práctico y, entablar de esta manera nexos entre el mercado de las compañías de servicios financieros y de seguros; y la manera en que los agentes de las gerenciadoras de los recursos de la seguridad social hasta aquí analizados administran los fondos destinados a cubrir los riesgos de enfermedad; se introducirán conceptos que interactúan entre ambos campos de manera constante. Mucha de la bibliografía consultada aborda de una manera a las entidades financieras y aseguradoras sin tocar prácticamente a los agentes del seguro de salud, quizás por las particularidades que el sistema posee como tal. La idea es demostrar que se pueden analizar desde una perspectiva muy similar.

Existe una ley en la naturaleza que dicta que: cuando un suceso, que puede acaecer de una cantidad finita de formas, se reitera un número creciente de veces, cada una de esas formas tiende a ocurrir de la misma cantidad de veces que las otras (Méndez, 2006). Se trata de un fenómeno de la naturaleza muy estudiado en el campo de la probabilidad y la estadística. Denominándose esta, la *ley de los grandes números*. ¿Pero a qué viene la descripción de este fenómeno? Con ella se explican, entre muchas otras cosas, básicamente tres cosas:

- Calcular la probabilidad que tiene un suceso aleatorio (o de ignota casualidad) de acaecer de una determinada manera la próxima vez que ocurra.
- Para saber si el fenómeno está sucediendo limpiamente. Por ejemplo, si en 2500 pases de punto y banca, salió 1500 veces punto, de seguro puede tratarse de un fraude.
- Para ganar dinero. Casos de empresas de medicina prepaga, lo que en algún momento se denominaron AFJP, compañías de seguros, casas de juegos de azar, etc. (Méndez, 2006).

En una entrevista a Belocopitt, reconocido empresario en el ámbito de la salud y uno de los principales dueños de Swiss Medical Group, dijo lo siguiente¹⁷: “(...) los riesgos a cubrir de un sistema de salud son enormes. Comparativamente, la cuota del seguro de un auto es más cara que la cuota de la cobertura de salud. ¿Qué pasa acá? ¿Será que hay una concepción en la que estamos más dispuestos a asegurar nuestro patrimonio, que en asegurar nuestra propia salud? ¿Habrá un problema de escala, de valores en la sociedad?”. El empresario termina afirmando que, el sistema de salud es un sistema actuarial. Pocas veces, en los libros o literatura relacionada a la temática, se estudia a este sistema como tal. Que es el aporte que queremos llevar a cabo con este trabajo.

¿Qué es un seguro? En términos generales, es un contrato por el cual una persona se compromete a pagar a otra una suma de dinero cuando ocurra un acontecimiento determinado, a cambio de un estipendio o costo acordado previamente (Méndez, 2006). Se podría hacer la analogía con el denominado “seguro de vida” por ejemplo. Sin que ello implique dejar de lado todas las particularidades del sistema de la seguridad social. En estos tipos de contratos de seguro, intervienen cuatro partes:

¹⁷ Canal de “Noticias La Nación +”, programa de “+ ENTREVISTAS” conducido por Novaresio Luis, del día 29 de noviembre 2022. <https://www.youtube.com/watch?v=J8XBTJFBhdK>

asegurador la compañía de seguros propiamente dicha, que tranquilamente puede ser la obra social. Tomador, que es quien contrata a la compañía para asegurarse. El asegurado, que en el caso específico de esta modalidad de contratación quien, cuya sobrevivencia o muerte está supeditado el contrato. Y finalmente beneficiario, siendo él quien se hará de la suma acordada ocurrido el evento contingente.

Ahora bien, interpolando este ejemplo del seguro de vida al sistema de obras sociales nacionales y con lo estudiado hasta acá en materia de seguridad social, se puede ejemplificar como aseguradoras a las OSN. Como tomadores, asegurados y beneficiarios, confundidos en una sola persona, al afiliado de la entidad y su grupo familiar según sea el caso. Pero hasta se tiene en claro que no hay contrato propiamente dicho, sino más bien que el tomador (afiliado) está obligado a estar cubierto (por las normas ya citadas) por alguno de los agentes integrantes del sistema del seguro nacional de salud, sea cual fuere la realidad laboral del beneficiario. En ningún momento de la exposición en los apartados anteriores, se mencionan términos como póliza, prima, premio, etc. Terminología propia de esta modalidad de contratación.

Se remarca un punto clave en este estudio, que se abordó con anterioridad. El Programa Médico Obligatorio, siendo este efectivamente, como lo denominaríamos análogamente en un contrato de seguro de vida, el evento o riesgo cubierto, que tiene como obligación cada OSN, por imperio de la ley, de cubrir a cada socio beneficiario. No pudiendo ante dicha cobertura, interponerse motivos como enfermedades preexistentes, carencias, o exámenes previos, como efectivamente lo haría una compañía de seguros antes de emitir una póliza por una cobertura equis. El PMO describe las acciones que debe tomar como proveedor de la cobertura, ante la ocurrencia de un evento cubierto. Existen distintos tipos de eventos cubiertos, una frecuencia de ocurrencia para cada evento y un costo asociado, denominados severidad (BECK, 2016).

Figura 13: ¿Por qué asegurarse en lugar de ahorrar?



¿Por qué asegurarse en lugar de ahorrar? Fuente: (Rubinstein, 2021)

Son las prestaciones medico asistenciales descriptas en el PMO ese conjunto de eventos cubiertos por este “contrato de seguro de salud”. Mientras que las obras sociales como, agentes cobertores, son

las que financian dichos sucesos probables. “a la frecuencia de ocurrencia se la denomina tasa de utilización y la severidad, es el precio de mercado a ser pagado por el financiador” (BECK, 2016). Esas tasas de utilización, lógicamente, por la naturaleza de la cobertura, dependen de variables como ser sexo, edad, preexistencia de enfermedades, ubicación geográfica, entre otras.

De esta manera, el costo promedio del PMO por persona a ser financiado por una obra social, específica se define como la sumatoria de los productos del valor monetario promedio de cada prestación por su tasa de uso promedio. Es decir, para N tipo de prestaciones (BECK, 2016).

$$\text{Costo promedio del PMO por cápita} = \sum_{j=1}^n \text{tasa de uso promedio } j * \text{costo promedio } j$$

Por definición somos “evitadores” de riesgos, si se nos ofrece la opción de un gasto certero a fines de estar cubiertos ante una eventualidad de índole negativo que puede golpear nuestras finanzas, que un solo gasto incierto futuro, cuyo valor esperado sea equivalente, elegiremos el primero. Esto implica que los individuos prefieren compartir el riesgo (*risk pooling*) haciendo cada uno un pago pequeño a un fondo, si se garantiza la cobertura ante eventuales gastos catastróficos (Rubinstein, 2021).

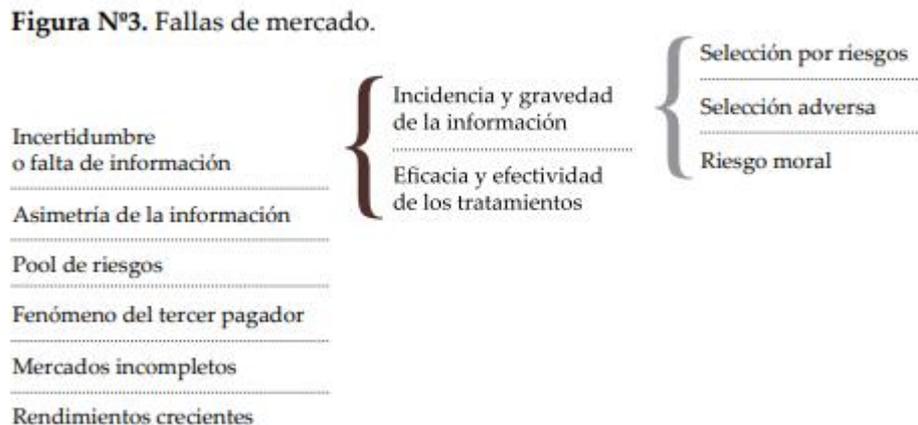
Podemos así enunciar algunos de los principios que rigen al mercado del aseguramiento:

- Los individuos pagan una cuota sobre la premisa de que, si se enferman, el seguro para.
- La cuota del seguro es voluntaria.
- El asegurador atraerá contribuyentes si los beneficios a largo plazo superan a los costos.
- En el largo plazo la suma de las cuotas se espera que cubra los costos de los tratamientos médicos más los costos de administración (más dividendos si el asegurador tiene fin de lucro) (Rubinstein, 2021).

En contraposición a esos principios no está de más que también se mencionen algunas de las problemáticas que generan que el mercado del aseguramiento falle, muchas de estas fallas se deben al propio comportamiento de los sujetos que conforman esta modalidad de mercado. Tanto de los asegurados como de los aseguradores. ¿Por qué fallan los mercados aseguradores entonces?

- Debido a des economías de pequeña escala.
- Por selección adversa,
- Surgimiento del denominado riesgo moral (*moral hazard*).

Figura 14: Fallas en el mercado del seguro.



Las fallas en el mercado del seguro. Fuente: (Oggier, 2012)

En cuanto a la des-economías de escala, ocurre cuando en un único mercado, además de pequeño, existen muchas aseguradoras compitiendo, cada una con sus costos administrativos y comerciales. Por otro lado, tenemos la problemática de la selección adversa, fenómeno que puede comprometer la sustentabilidad del seguro de salud en este caso. Supongamos, que, por ejemplo, tenemos un mismo valor de cuota para toda la población cubierta. Para aquellos que perciben su propio estado de salud como mejor que el promedio, el valor que estarán pagando por asegurarse puede resultarles muy alto, y, en consecuencia, no asegurarse. El riesgo promedio de los que permanecen asegurados, aumenta. Por lo tanto, aumentan los costos, lo que lógicamente genera un aumento de la cuota del seguro. “este fenómenos corre el riesgo de auto-perpetuarse y puede comprometer la sustentabilidad del seguro (Adolfo, 2021). Eso puede deberse en consecuencia debido a la asimetría de la información que existe entre los compradores del seguro, que saben más de su estado de salud que los que prestan el servicio de cobertura.

Fijación de la cuota: cuota población, igual para toda la población cubierta (Rubinstein, 2021)

$$Cuota Promedio = \frac{GE+CA+R+MG}{Población}$$

GE: gastos médicos esperados

CA: costo de administración

FR: fondo de reserva

MG: margen de ganancia

Pob.: # de beneficiarios

¿Qué se espera que pase con la composición del grupo asegurado?

Figura 15: Ejemplo fijación de cuota (1 de 3):

	Precio comunitario		
	Beneficiarios	Costo por persona	Costo Total
Jóvenes	4000	\$ 50	\$ 20.000
Viejos	1000	\$ 150	\$ 150.000
Total	5000		\$ 350.000

Fuente: elaboración propia en base a (Rubinstein, 2021).

Asumiendo Costo administrativo: \$20.000
Y sin reserva de capital o beneficio extraordinario (lucro)

Figura 16: Ejemplo fijación cuota (2 de 3):

	Precio comunitario			
	Beneficiarios	Costo por persona	Costo Total	Ingreso
Jóvenes	4000	\$ 50	\$ 20.000	\$ 296.000
Viejos	1000	\$ 150	\$ 150.000	\$ 74.000
Total	5000		\$ 350.000	\$ 370.000
Cuota comunitaria	$\frac{350.000 + 20.000}{5.000} = \74			

Fuente: elaboración propia en base a (Rubinstein, 2021).

Figura 17: Ejemplo fijación cuota (3 de 3):

	Precio comunitario			
	Beneficiarios	Costo por persona	Costo Total	Ingreso
Jóvenes	0	\$ -	\$ -	\$ -
Viejos	1000	\$ 150	\$ 150.000	\$ 170.000
Total	1000		\$ 150.000	\$ 170.000
Cuota comunitaria		$\frac{150.000+20.000}{1000} = 170$		

Fuente: elaboración propia en base a (Rubinstein, 2021).

Asumiendo: Reserva por riesgos y beneficio = 0
Costo administrativo = 20.000

Entonces, ¿Cómo puede un agente del seguro de salud defenderse del fenómeno de la selección adversa? Por un lado, su pueden establecer carencias, preexistencia y exclusiones. Fijar precios de cuota en base a riesgos individuales y no en base a la población total (risk or experience rating). Puede también recurrirse a establecer aumentos de cuota a los “altos riesgos” (crónicos, viejos, etc.). En contra partida, puede optarse por disminuir la cuota a los “bajos riesgos”, herramienta anteriormente hemos desarrollado como “descreme”.

Figura 18: Ejemplo Fijación de Cuota.

	Precio comunitario				Precio por Riesgo	
	Beneficiarios	Costo por persona	Costo Total	Ingreso	Cuota por riesgo	Ingreso
Jóvenes	4000	\$ 50	\$ 200.000	\$ 296.000	\$ 54	\$ 216.000
Viejos	1000	\$ 150	\$ 150.000	\$ 74.000	\$ 154	\$ 154.000
Total	5000		\$ 350.000	\$ 370.000		\$ 370.000
Cuota comunitaria		$\frac{350.000+20.000}{5000} = 74$				

Fuente: elaboración propia en base a (Rubinstein, 2021)

Se pueden remarcar dos grandes consecuencias de la selección adversa y fallas de Mercado por lo que dos grupos quedan sin seguro. Los “bajo riesgo”; a pesar de que tanto el asegurador como el asegurado quisieran efectuar el contrato, la asimetría de la información vía precio de la cuota no es transmitida adecuadamente por el mercado, generándose así una falla del mercado muy importante. Por

otro lado, los “alto riesgo”, en este caso los recursos de que disponen no alcanzan para cubrir los gastos esperados.

La cuota promedio funciona mejor si el sistema es compulsivo, como bien hemos expuesto en el caso de las Obras Sociales Nacionales, por lo que los “bajo riesgo” no pueden salirse del sistema (Adolfo, 2021). Siendo que la naturaleza compulsiva permite algunas opciones:

- La cuota puede calcularse de manera proporcional al ingreso más que un valor fijo,
- La cobertura puede extenderse sobre las bases de ciudadanía/empleo más que de contribución.
- El asegurador puede desarrollar el paquete de servicios en función de las necesidades y no de los “deseos” de los usuarios/beneficiarios (Adolfo, 2021).

Por último, como falla de mercado, tenemos al riesgo moral o “hazard rate”, característico de los esquemas de pool de riesgo (seguros o impuestos). Los individuos tienen incentivos para alterar su comportamiento cuando un riesgo asociado lo asume un tercero. Estos incentivos pueden generarle mayores costos al pool de riesgo perjudicando su sustentabilidad financiera (Laura, 2020). Se trata esencialmente un problema del tercer pagador, implicando así un riesgo de demanda excesiva sobre los recursos (Adolfo, 2021). Por un lado, podríamos decir que existe un riesgo moral proveniente del consumidor, en el cual los individuos usan servicios más que si no estuvieran asegurados.

El coste de una unidad adicional de servicio es compartido por todos los individuos que financian el seguro (sea en forma de primas o de impuestos generales), entonces es fácil predecir que el individuo frecuentará más los servicios que si tuviera que pagar el coste completo de la atención. (Armando Gil Ospina, 2013). Por lo tanto, podemos decir que la enfermedad termina siendo, con este sesgo de riesgo moral, un estado menos “indeseable” y por lo tanto se terminan tomando hábitos menos saludables; potenciando así la demanda excesiva de servicios a niveles ineficientes.

En contrapartida es necesario hacer mención al riesgo moral del prestador, que suele venir aparejado a:

- Falta de conocimiento o interés por los costos de servicios,
- La existencia de pagos por prestación,
- Valores por encima del precio competitivo,
- Demanda inducida por la oferta, o demanda derivada (Rubinstein, 2021).

Poder comprender todos los conceptos que giran en torno a cómo un seguro, de la naturaleza que sea; tanto la demanda como la oferta. Cómo se van construyendo mecanismos de protección a las irregularidades del mercado en el que los agentes operan, al comportamiento de cada actor del sistema, etc. ayuda mucho a comprender el caso puntual del sistema del seguro de salud en Argentina. El motivo de creación de las obras sociales, y gran parte de la reglamentación que a ellas regulan, es de suma importancia para contextualizar el funcionamiento de las mismas.

Habiendo desarrollado el funcionamiento del mercado del aseguramiento y financiamiento del sistema de salud, nos adentremos entonces a la metodología de cómo puede valuarse, de ser posible, dadas las particularidades de este mercado, encontrar el valor presente de uno de estos agentes, no sólo por mera curiosidad, sino más bien para saber si de verdad estamos frente a compañías que agregan o quitan valor al sistema en su conjunto.

El proceso de valorar una empresa, implica tener un conocimiento profundo de la rama de actividad con la que se está trabajando. Adentrarse en uno de estos agentes y analizar cómo opera dentro del sistema nacional del seguro de salud.

5. **Valuación en compañías de seguros y entidades financieras. Valuación por DCF (Damodaran, 2012).**

Valuación por “Discounted cash flows” o flujos de fondos descontados

Habiendo estudiado en primera instancia, al sistema Nacional del seguro de salud, su marco legal, conceptos y alcances, y actores del mismo; para luego haber abordado a las obras sociales nacionales en particular, y posteriormente hacer un análisis de los métodos de fondeo y cobertura de riesgos; la creación de fondos de redistribución con los que se busca aminorar el riesgo de aquellas entidades más vulnerables financieramente, y las mecánicas particulares estudiadas en la materia. Vamos a encarar de ser posible, el análisis desde una perspectiva de la valuación de empresas, es decir encontrar el valor presente en términos monetarios, de estos agentes. De sus activos y de la creación a futuro de valor con todo el análisis global de la entidad que ello implica. Con todos sus abanicos de posibilidades y metodologías dependiendo del caso de compañía en particular a analizar. Siendo este caso un desafío muy particular ¿Por qué? A continuación, exponemos los motivos.

Figura 19: Cuadro Métodos de Valuación

	Qué se descuenta	A qué tasa
Valuación tradicional	<ul style="list-style-type: none"> El flujo de caja de las operaciones después de impuestos 	<ul style="list-style-type: none"> WACC: costo promedio ponderado del capital: $K_e = \frac{E}{D+E} R_e + K_d (1-T) \frac{D}{D+E}$ $K_e = R_F + \beta (R_M - R_F)$
Valuación de bancos	<ul style="list-style-type: none"> El flujo de fondos para los accionistas, los dividendos que podrían ser pagados a los accionistas 	<ul style="list-style-type: none"> $K_e =$ Costo del capital $K_e = R_F + \beta (R_M - R_F)$

Cuadro métodos de valuación, fuente: (Damodaran, 2021)

¿Qué es valorar una empresa? En realidad, da lo mismo si es un activo o un pasivo, el proceso de valuación es el proceso de estimar el valor de flujo de fondos proyectados. Obviamente en el proceso de valorar una empresa posee de características muy particulares, o lleva a cabo procedimientos que se aplican que no aplican a un bono, por ejemplo. Pero conceptualmente es lo mismo y existen diversos métodos para valorar.

A grandes rasgos podemos decir que existen cuatro grandes grupos de metodologías de valuación:

1. La basada en flujos de fondos descontados, la que anteriormente nos hemos referido como “DCF, por sus siglas en inglés *Discounted Cash Flows*.”
2. Valuaciones relativas, haciendo referencia a la relatividad con otras empresas del mismo ramo o rubro de actividad, tomando como referencias unidades de medida como múltiplos.

3. La basada en activos.
4. Opciones reales.

En este trabajo decidimos abordar como metodología base el primero de los métodos, debido a que llevar a cabo un flujo de fondos descontados, obliga al analista a llevar a cabo un trabajo detallado de la industria que está analizando, es más detallado. Permite no sólo encontrar un valor en términos de valor agregado de la compañía, sino más bien entender al negocio, sus “drivers”, y sus palancas de valor.

Cuando se elabora un trabajo de estas características, el flujo de fondos a descontar se adapta a las particularidades del negocio, que es lo que nosotros buscamos abordar en este apartado. Pero tiene algunas desventajas vinculadas a esta particularidad. Es difícil de usar en aquellas empresas que tienen flujos de cajas muy particulares, como lo es nuestro caso de las obras sociales. Por ejemplo, en casos de compañías que están con flujos negativos de caja, aquellas que se encuentran en momentos de “*distress*” financiero, o en aquellas industrias que dependen terminantemente de los ciclos económicos (por ejemplo, las entidades financiera del país).

La base conceptual de esta metodología es el valor que miramos hacia adelante y cómo se calcula el valor presente de los flujos de fondos. Entonces, vamos a tener en el numerador, los flujos de caja para “*n*” períodos hacia adelante, y en el denominador el factor de descuento ($1 + “d”$) para cada uno de esos períodos proyectados. La sumatoria de estos valores tomados individualmente traídos al momento presente es el valor total de ese activo.

$$\text{Valor Presente} = \sum_1^n \frac{FFi}{(1+r)^i}$$

Tenemos entonces, dos grandes bloques conceptuales. Por un lado, en el numerador, en el que se proyectan los resultados del negocio, y el denominador determinado por la tasa de descuento en función a los riesgos inherentes del negocio. Hay que tratar de determinar ambos con la mayor exactitud posible, más allá de las características subjetivas que pueda tener llevar a cabo un trabajo de esta índole. Es por eso que uno de los puntos clave en materia de valuación, es el hecho de llevar a cabo esta labor para empresas que se desarrollan en Argentina. Entran acá en juego errores sistémicos que hay que tener muy en cuenta sino la tasa con la que representamos esos riesgos propios de la industria podría llegar a estar muy sesgada.

En lo que respecta al numerador, lo flujos de caja a proyectar, la premisa imperante es que “*cash is King*”, lo que nos interesa a la hora de llevar a cabo proyecciones es el movimiento real del dinero, el flujo de fondos para todas las decisiones de inversión que se toman y por supuesto para la valuación. Para esto es necesario analizar de manera cuidadosa el momento en el que se materializan los movimientos reales de fondos que estén asociados a eventos económicos.

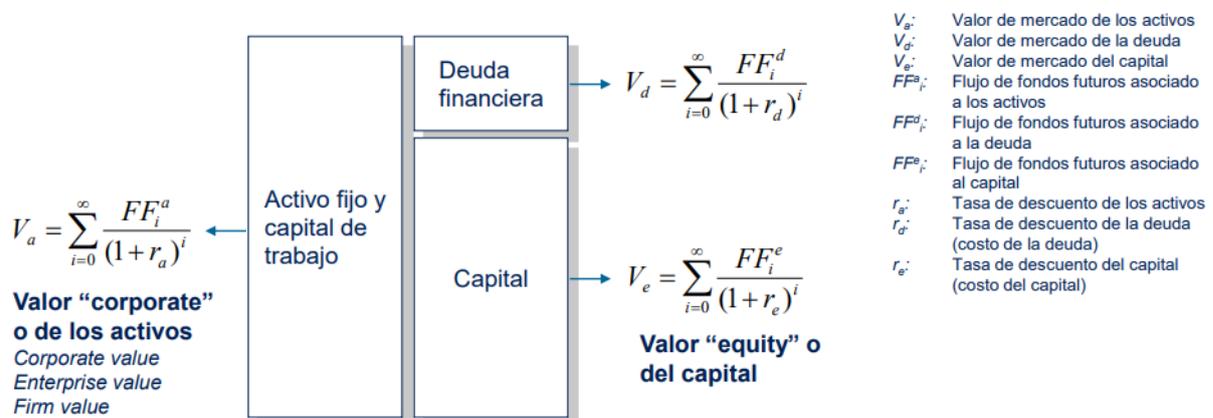
Ventas	→	Cobro
Costos	→	Pago
Amortizaciones	→	Inversión
Intereses devengados	→	Pagados
Impuestos devengados	→	Pagados

En lo que respecta al numerador a esta metodología de DCF, la tasa que se muestra en la ilustración 17, la WACC, está conformada por un por dos conceptos clave: riesgo y retorno. Si tomamos a los activos reales de una empresa, y a los activos financieros, podemos desglosarla en tres posibles valores:

1. “*valor corporate*”, “*Enterprise value*” o “*firm value*”. Siendo estas las tres formas que se puede llamar al valor presente de los flujos de fondos asociados a todas las cuentas conforman al activo fijo y al correspondiente capital de trabajo. Descontados a una tasa de descuento que representan justamente al activo fijo y al WK (capital de trabajo). Eso nos da a los que denominaremos el *valor presente de los activos* “*V_a*”.
2. Del lado derecho del balance, ubicándonos en sector de los pasivos y otras deudas de la compañía, como ser deuda financiera. Tiene que ver con el pago de intereses, repago de deuda, amortización de deuda. Estas partidas tienen aparejado un riesgo, que es la tasa de descuento de la deuda. siendo esta la tasa de interés que paga por dicha deuda. por lo tanto, los flujos de fondos de la deuda, descontados a la tasa de interés de la deuda (su costo) no tiene que dar el valor presente de la deuda.
3. Por último, tenemos el valor del denominado “*equity*”. Siendo este el valor del capital accionario. Necesariamente tiene que ser el valor presente de los flujos de fondos asociados al flujo para los accionistas: reparto de dividendos, aportes de capital, recompra de acciones, dividendos en acciones. Todo aquello que implique un movimiento de fondos para los accionistas, descontado al costo de su capital. Entonces desde esta perspectiva se tienen que cumplir tres igualdades:

Figura 20: Valor de Mercado de Activos, Pasivos y Capital.

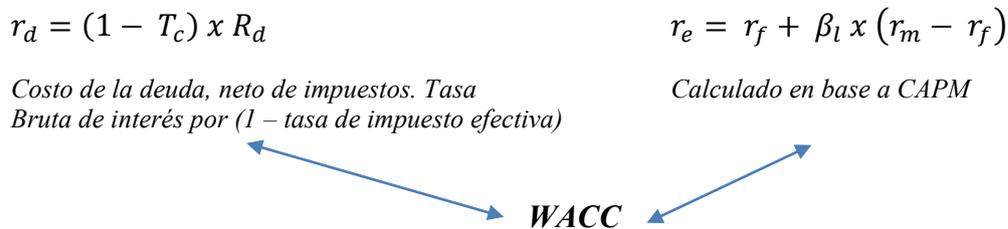
VALOR DE MERCADO DE ACTIVOS, PASIVOS Y CAPITAL



Base conceptual de valuación por DCF. Fuente: (Damodaran, 2012).

La primera es que el valor de lo que observamos a la izquierda, (valor “corporate”) o de los activos, tiene que ser igual a los valores que hay a la derecha, capital y deuda financiera. La segunda igualdad es que los flujos de fondos que se encuentran a la izquierda tienen que ser igual a la suma de los flujos de fondos de los elementos que se ubican a la derecha del

esquema. Por última, siguiendo esta línea de razonamiento, la tasa de descuento a la que se descuentan los flujos de los activos, para obtener así el valor de la firma, tiene que ser un promedio ponderado de las tasas de descuento utilizadas para el descuento de: la deuda financiera y la tasa usada para descontar los flujos de los accionistas. Siendo este promedio ponderado la denominada tasa “WACC”¹⁸.



Resulta indispensable para este modelo de valuación hacer una breve mención del rol clave que tiene el modelo teórico de CAPM a esta metodología de valuación. El modelo de “*Capital Asset Pricing Model*”¹⁹, intenta a través de un modelo de ecuación lineal predecir los retornos esperados en equilibrio de los activos riesgosos. Es un modelo que asume ciertas condiciones, siendo las más importantes:

- muchos inversores y cada uno con una riqueza relativamente pequeña al resto,
- los inversores no son formadores de precio, sino tomadores,
- mismo horizonte de inversión para todos los inversores,
- las inversiones posibles están limitadas a un universo finito de activos financieros, que cotizan de manera pública en un mercado,
- no hay impuestos ni costos de transacción,
- los inversores son racionales y optimizan la relación retorno/riesgo,
- todos poseen iguales expectativas (Torviso, 2020).

Se puede demostrar con este modelo (hipotético) que todos los inversores poseen el mercado total como su portafolio riesgoso, combinado este entre un activo riesgoso con uno libre de riesgo (Damodaran, 2012). Luego de llevar a cabo el correspondiente trabajo algebraico, tarea que no vamos a desarrollar en el presente escrito, se deduce la siguiente ecuación que describe la relación que debería existir entre el retorno esperado de un activo y su Beta:

$$E(r_i) = r_f + \beta \times [E(r_m) - r_f]$$

¹⁸ Por sus siglas en inglés *Weighted Average Cost of Capital*. Matemáticamente es el promedio ponderado de la tasa de descuento de lo que es deuda financiera y capital social a valores de mercado.

¹⁹ Desarrollado en 1964 por William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin (12 años después del concepto de selección de frontera eficiente introducido por Markowitz).

A este modelo recibe algunas críticas, ya que a veces la relación entre este coeficiente “Beta” y los retornos ex-post no es demasiado fuerte. O que también hay evidencias de que hay otros modelos cuyos factores pueden llegar a explicar mejor esta relación riesgo retorno del activo, pero no es motivo de este trabajo llevar nuestro análisis a este campo de estudio. Lo cierto es que el modelo de CAPM, es un modelo muy utilizado aún para llevar a cabo el trabajo de una valuación por medio del descuento de los flujos de caja futuros. Sí cabe mencionar y creemos que para este trabajo es un punto clave, el hecho de que estos modelos son extremadamente difíciles de aplicar a mercado emergentes, con restricciones fuerte de capital, como ese el contexto coyuntural actual de la economía argentina.

Para el cálculo del coeficiente beta, tenemos que saber que hay dos situaciones posibles que se pueden dar en un caso práctico o de estudio:

- Empresas públicas que cotizan en bolsa, las cuales ya tienen un coeficiente Beta en sus cotizaciones respecto al mercado.
- Empresas de capitales privados que no cotizan en bolsa. Al no existir en estos casos un coeficiente Beta asociado a las mismas, lo que se hace es determinarlo en base a compañías comparables que sí coticen en bolsa. Este beta se ajusta en base al nivel de endeudamiento y a la tasa efectiva de impuesto a las ganancias de la compañía “target” a la cual estamos estudiando, siendo así que estos factores difieren de empresa a empresa (Torviso, 2020).

Este análisis es en lo que respecta al coeficiente Beta, que como hemos dicho es una manera de reflejar el aporte que hace la empresa target al riesgo sistemático. Por otro lado tenemos “ R_f ” o “*Risk free rate*”, tasa libre de riesgo. La cual suele ser más fácil de calcular, suele tomarse como tal al rendimiento de un bono o letra del tesoro de EUA, con una madurez similar al horizonte de proyección a la cual estamos llevando a cabo nuestro análisis (Damodaran, 2012). Por último en la ecuación tenemos el factor de “ $R_{(m)}$ ” o retorno del mercado. Para el cual se suele calcular en base a los retornos históricos anuales del S&P500. Como promedio de los retornos históricos o Como el retorno necesario para justificar las valuaciones actuales del mercado (Damodaran, pages.stern.nyu.edu, s.f.)

Cabe destacar que para llevar este proceso de valuación a lo que hemos denominado “mercados emergentes” hay que incorporar a la mecánica del proceso una serie de ajustes que sepan amalgamar los riesgos propios de este segmento de economías particulares y menos desarrolladas. Para esto habría que abrir prácticamente un capítulo aparte en el que se trate al caso argentino y los países desarrollados como casos de estudio en la materia.

A medida que estuvimos haciendo el desglose de cómo se construye tanto el denominador (tasa de descuento), como el numerador (flujos de caja libres) en un modelo de DCF, observamos que era necesario que al menos uno refleje los riesgos asociados tanto a la compañía bajo análisis, como los riesgos sistemáticos en lo que desarrolla su actividad. Por lo que podemos decir que hay una premisa fundamental, la tasa de descuento siempre tiene que reflejar el riesgo verdadero al que está expuesto el negocio, y por consiguiente sus flujos de caja (Damodaran, 2012). Para el caso de empresas Argentina hay por consiguiente llevar a cabo ajustes que el modelo original no contempla.

Muchas veces el ajuste más básico, el que está más reconocido por la bibliografía, es sumar el riesgo país. Siendo este riesgo, un riesgo que contempla los “*cash flows*” del Estado, y no de los privados. Cabe preguntarse lo siguiente La tasa de descuento que se obtiene mediante el cálculo del modelo antes mencionado de CAPM, con la beta que trae aparejado, ¿realmente refleja el riesgo de la empresa que estoy valuando? El cálculo estándar de CAPM captura los riesgos del mercado en EE.UU. Cualquier diferencia en el nivel de riesgo (a favor o en contra) es difícil de incorporar en la tasa de descuento (Damodaran, 2012).

Figura 21: Parámetros que deberían ajustarse a cada país para el cálculo de la tasa WACC.



Parámetros que deberían ajustarse a cada país para el cálculo de la tasa wacc. Fuente: (Damodaran,2012).

El costo de la deuda, se corresponde al riesgo asociado a cada compañía en particular, el cual es más fácil de determinar. Sería un dato dado. No así el retorno esperado de mercado, el cual requiere un ajuste específico para incorporar el riesgo (Damodaran, 2012). Es en esta instancia del análisis, en cual se introduce al riesgo soberano como variable de ajuste al modelo de CAPM. El cual logra capturar de la mejor manera el entorno macroeconómico, político y social de las economías emergentes.

Por convención se toma el calculado por J.P.Morgan, pero en teoría se debería tomar el riesgo del Estado. En otras palabras, el rendimiento de un bono del Estado Nacional, comparando este instrumento con un título del Estado Americano lo más semejante posible, en términos de duración, rendimiento, estructura de pagos, etc. Siendo este diferencial de tasas, la prima efectiva para invertir en Argentina²⁰.

Valuación en entidades financieras y compañías de seguro

Veamos a continuación el siguiente interrogante para poder asociar este apartado a la temática particular del seguro de salud en Argentina. ¿Qué tienen de particular las empresas de servicios financieros y las compañías de seguros para llevar a cabo el trabajo de valuación? Como indica Damodaran en su capítulo tratado especialmente para este tipo de compañías, “los bancos, las compañías de seguros y otras empresas de servicios financieros, plantean desafíos particulares para los analistas que intentan valuarlas, por dos razones. La primera, es que la naturaleza del negocio hace que sea difícil definir deuda y reinversión, haciendo que la estimación de los flujos de caja sean bastantes más complicados de estimar que en otras industrias de la economía. La otra, es que tienden a ser altamente reguladas y los efectos de la regulación requieren ser considerados en el proceso de valuación (Damodaran, 2012).

²⁰ EMBI + Argentina → calcula un diferencial de rendimiento entre un bono soberano Argentino, emitido en USD, y uno emitido por EUA para igual duración.

Reconociendo así el autor citado, cuatro categorías principales en las que se encuadran estas compañías:

- Los bancos, siendo estas entidades las que ganan dinero intermediando entre el interés que pagan a sus depositantes y el interés que cargan a quienes les presta, además de los servicios por los que cobra por comisiones.
- Luego tenemos a las compañías de seguros, siendo estas las que generan sus ingresos de dos maneras: a través de las primas que reciben a quienes se compromete a proteger a través del aseguramiento, y de las ganancias de los portafolios de inversiones que mantienen para hacer frente a la demanda de sus servicios.
- Los bancos de inversiones, siendo estas las instituciones que proveen el servicio de asesoramiento y apoyo en productos tales como para conseguir inversionistas, asesoramiento para llevar a cabo fusiones y adquisiciones, etc.
- Por último están las firmas de inversionistas que proveen asesoramiento y gerenciamiento de portafolios de inversiones a sus clientes, siendo sus ingresos principales los honorarios por dicho asesoramiento, y comisiones por la administración de los portafolios (Damodaran, 2012).

Siguiendo esta línea y retomando con la pregunta que inicialmente nos planteamos en este apartado, el autor se pregunta qué es lo que hace únicas a estas firmas de servicios financieros. Cuando hablamos del capital de las firmas que no prestan servicios financieros, intentamos hablar tanto de lo que es deuda y lo que es capital de los accionistas. Una compañía levanta fondos de las dos formas: capital del inversionista y tenedores de bonos (y de los bancos), utilizando así los fondos para llevar a cabo la inversión. Por lo tanto cuando valuamos una firma valuamos el valor de los activos en propiedad de la empresa, en vez de solamente el valor del capital (Damodaran, 2012).

El autor explica que la deuda para este tipo de firmas es una especie de “materia prima” para la industria. Concepto que hace muy particular a este subsector de la economía. Con las compañías de servicios financieros, la deuda pareciera tomar una connotación diferente. En lugar de ser una fuente de capital, las mayorías de las firmas de servicios financieros la toman como “materia prima”. En otras palabras, la deuda para un banco es lo que el metal para la General Motors, algo para ser moldeado en otros productos financieros que a su vez pueden ser vendidos a un precio aún mayor (Damodaran, 2012).

El capital en este tipo de firmas, pareciera ser definido de una manera más limitada. La definición de este concepto es reforzada por las autoridades que regulan este tipo de actividades, quienes a su vez evalúan los indicadores del capital social que deben mantener los bancos y las compañías de seguro. Como se dijo anteriormente, las firmas de servicios financieros están altamente reguladas a lo largo de todo el mundo, variando la extensión de la misma dependiendo de cada país. Estas regulaciones adquieren tres formas.

1. Bancos y aseguradoras. A estas compañías se le exige mantener ciertos niveles de capital para que se aseguren de que no se están expandiendo más allá de sus posibilidades y colocando de esa manera a sus asegurados y depositantes en riesgo.
2. Las firmas de servicios financieros, que suelen estar limitadas en términos de dónde pueden o no colocar sus excedentes de fondos²¹. Y por último, para aquellas nuevas firmas que

²¹ The Glass-Steagall act, Damodaran coloca como ejemplo a esta normativa, cuya finalidad en Estado Unidos es restringir a la banca comercial de realizar actividades de banca de inversión, además de tomar posiciones activas en acciones de empresas de manufactura.

quieren entrar en el negocio, por lo general las regulaciones son muy restrictivas, como así también las fusiones entre las existentes (Damodaran, 2012).

¿Por qué nos interesa esto? Para llevar a cabo un trabajo de valuación, los supuestos acerca del crecimiento de dichas firmas, están ligados a los supuestos de reinversión. Siendo así, que a estos supuestos hay que examinarlos para asegurarnos de que cumplen con dichas restricciones reglamentarias. Va a haber también efectos según cómo midamos el riesgo en las firmas de servicios financieros. Si, por ejemplo, las restricciones regulatorias están cambiando todo el tiempo, o esperamos que haya cambios, esto agrega una cuota de incertidumbre (riesgo) al futuro, lo que puede tener un efecto en la valuación (Damodaran, 2012).

En nuestro campo de estudio hay que destacar de manera paralela a lo que venimos exponiendo, que las OSN puntualmente no poseen requerimientos de reservas técnicas ni de capital mínimo. Sí, como hemos expuesto de manera oportuna en este trabajo con anterioridad²², poseen requerimientos de solvencia en cuanto a los ratios que se controlan de manera periódica para determinar posibles situaciones de insolvencia de los agentes²³. Diferentes tipos de empresas tienen distintos requerimientos de capitales mínimos, pero no se relacionan con el seguro de salud. (Eduardo Melinsky, 2022).

A nivel regulatorios, tenemos que tener en cuenta principalmente, que las OSN como premisa imperante tienen que:

- Destinar a sus gastos administrativos, excluidos los originados en la prestación directa de servicios, hasta un 8% de sus recursos brutos deducidos los aportes al fondo solidario de redistribución, siendo que esta adecuación a este límite establecido en la Ley de Obras Sociales, se debe lograr en el menor lapso posible.
- Y en segundo lugar se exige, en relación a los servicios brindados, que los entes de obra social deben destinar al menos el 80% de sus recursos al otorgamiento de prestaciones médico-asistenciales.

Estamos ya entonces en condiciones de decir que las compañías, tanto de servicios financieros como las aseguradoras, tienen dos restricciones que las hacen muy particulares para valuar a comparación de otras compañías, industriales, por ejemplo. Que se las regula tanto en cómo invierten sus fondos y la cantidad de inversiones que tiene que realizar. Las limitaciones a comparación de otras ramas de actividad son mucho mayores. Damodaran explica a continuación algunas consideraciones acerca de las inversiones en capital en bienes durables. “Así como las empresas de manufactura o industriales invierten en planta, equipos y otros activos fijos, las empresas de servicios financieros invierten primordialmente en activos intangibles como por ejemplo patentes, marcas y capital humano”. De esta manera, las inversiones de este sector para el crecimiento futuro por lo general se categorizan como gastos operativos en los estados contables. No nos sorprendería notar que en los estados de flujo de efectivo de las firmas de servicios financieros, muestran un insignificante o casi nulo gasto en bienes durables de capital y consecuentemente esto lleva a que haya depreciaciones bajas (Damodaran, 2012). En cuanto al capital de trabajo, entramos ante una nueva problemática. Si definimos al capital de trabajo como la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes, gran parte de los balances de los bancos van a caer en una de estas dos categorías (Damodaran, 2012).

²² Apartado 3.2. Financiamiento de la Obras Sociales Nacionales.

²³ Apartado 3.3. Monitoreo financiero de las OSN

Se nos presenta entonces, al momento de valorar firmas de servicios financieros y compañías de seguro, dos problemáticas como consecuencia de esta dificultad, la de cuantificar las reinversiones: primero, no podemos estimar flujos de cajas sin estimar las reinversiones. En otras palabras, si no podemos identificar los gastos netos en capital (net capital expenditures o “*capex*”) y los cambios en el capital de trabajo (WK), no se pueden identificar tampoco los flujos de caja. En segundo lugar, es que estimar las expectativas futuras de crecimiento se vuelven complicadas, si la tasa de reinversión no puede ser medida (Damodaran, 2012).

Habiendo entonces comprendido, a grandes rasgos las enormes dificultades que traen este tipo de firmas para llevar a cabo un trabajo de valuación; la definición de su deuda, la dificultad de identificar el concepto de reinversión y las restricciones regulatorias ¿Cómo podemos valorar este tipo de empresas entonces? En primer lugar, como menciona Damodaran, tiene mucho más sentido valorar directamente el capital social (es decir el capital accionario o “equity”) de estas compañías, que valorarlas en su totalidad. En un segundo plano, necesitamos una medida del flujo de caja que no requiera que tengamos que estimar la necesidad de reinversión, o de lo contrario vamos a tener que redefinir el concepto de reinversión para que tenga más sentido para el caso particular de este tipo de compañías.

Es importante remarcar, que si bien el valor de una empresa está definido por su capacidad de generar caja, los múltiplos más usados se basan en resultado económico (EBITDA) o tamaño del negocio (ventas, usuarios, etc.) debido a las fluctuaciones del cash flow de cada negocio (Pardo, 2018). Caso particular que, debido a las definiciones que dimos sobre las particularidades del sector, es algo que resulta difícil definir.

Al momento de llevar a cabo un trabajo de valuación de una compañía hay que distinguir entre la valuación de la firma en su totalidad, que sería descontar los flujos futuros de caja después de impuestos al costo promedio de capital (WACC)²⁴. Siendo que por otro lado valuamos el capital social mediante el descuento de sus flujos de caja al costo. Menciona Damodaran al respecto que: “estimar los flujos de caja previos al pago de deuda, o estimar el costo promedio del capital es una cuestión problemática cuando tanto la deuda como pagos de la misma no pueden fácilmente ser identificadas, que es el caso de las firmas de servicios financieros y de las aseguradoras”.

El capital social, recursos propios o aporte de los accionistas (“equity”) puede efectivamente valorarse directamente, mediante el descuento de sus flujos de caja. Del mismo modo puede hacerse mediante la valuación por múltiplos, como por ejemplo precio de las acciones en relación a las ganancias de la compañía o precio de la acción en relación al valor libros de la empresa, que se ajustan mucho mejor a este tipo de firmas que valorarlas a través de múltiplos como ser beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA)²⁵.

Damodaran propone en su tratado de valuación para compañías de servicios financieros y aseguradoras, dos métodos de valuación:

1. A través del uso de los dividendos como si se tratara de flujos de caja del capital social, y asumiendo que las compañías pagan los flujos libres de caja como si se tratara del pago de dividendos.
2. Adaptando el flujo libre de caja al capital accionario según los tipos de reinversiones que las empresas de servicios financieros llevan a cabo (Damodaran, 2012).

²⁴ Por sus siglas en inglés, Weighted average costo of capital.

²⁵ Por su acrónimo en inglés: earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

Hay que tener en cuenta que nosotros vamos a querer llevar a cabo la valuación de un formato social muy particular, una obra social. Caso que podría encuadrarse como el de una valuación de “private equity”, capital privado, es decir, empresa no pública. Tarea cuyo proceso en realidad no es mucho más diferente que el proceso de valuación de una compañía pública, como lo hemos estado mencionando anteriormente en apartados anteriores. Se estima un flujo de caja, se le relaciona una tasa de descuento que está relacionada con los riesgos del rubro, determinándose así un valor presente de la firma. Pero este proceso de valorar capitales privados trae aparejado dos problemas de base:

- No existe un mercado tanto para la deuda como para el capital.
- Lo estados financieros para empresas privadas por lo general suelen estar algo retrasados, cuentan con menos detalles y suelen tener más “huecos” en la información (Damodaran, s.f.)

Además de tener la problemática de que se trata de compañías cuyo capital no está abierto públicamente, poseen mucho menos recorrido histórico que empresas públicas, los estándares contables también son algo diferentes. Las compañías públicas operan sobre estándares mucho más estrictos sobre qué informar y cuándo informar. Están también aquellos problemas relacionados con la confusión que se genera entre gastos personales con los gastos comerciales. Como así también es difícil determinar dónde terminan los salarios y dónde comienzan los dividendos en una empresa privada (Damodaran, s.f.)

Valuación, como hemos visto, es descontar el flujo de fondo esperado a alguna tasa que refleje el riesgo de ese activo: acción de una empresa pública, un bono del estado, obligaciones negociables (ONs); al final la metodología es la misma, y en el caso de las entidades financieras y de seguro no es diferente. Lo que, si vemos, es que las aseguradoras y los bancos, tienen particularidades que las hacen más complejas de valorar. Lo que es tasa de descuento, podríamos decir que la metodología es exactamente igual. La complejidad viene dada más que nada por cómo es el armado del numerador de la valuación en un esquema de descuento de flujos de fondos (o DCF)²⁶. Cómo se construye las proyecciones y lo que tiene que ver con el cálculo del valor terminal del negocio²⁷.

La lógica de “reporting” que tienen estas compañías, es decir, estar sujetas a cómo mostrar sus resultados, reportar sus balances y demás requerimiento regulatorios, hacen del proceso de valuación algo muy complejo. Por sobre todo cuando miramos el cuadro de resultados de una firma de servicios financieros o de seguros, es muy distinto de una empresa común, comercializadora o industrial. Acá no existe el concepto de EBITDA, como anteriormente mencionaba Damodaran. No está el concepto de ventas ni de costos, como veremos más adelante en el caso práctico. Es un concepto un tanto más distinto, para poder interpretar el cuadro de resultados, hace falta entender cómo funciona internamente e interpretar los requisitos regulatorios.

²⁶ $\sum \frac{cf}{(1+i)^n}$, siendo el numerador como se grafica la proyección de los flujos de fondos para un modelo de DCF, por sus siglas en inglés, descuento de flujos de fondos.

²⁷ Podemos llamar valor terminal (VT), dada una proyección de flujos en una determinada ventana de tiempo, llega un punto en el que dicha proyección se corta por motivos de practicidad, siendo en definitiva el valor terminal, aquella proyección que no estamos considerando explícitamente en nuestro modelo de valuación.

6. Estudio financiero de una OSN. Caso práctico.

Veamos a continuación el caso de la “Obra Social de Prestaciones Médicas Argentina” (O.S.PRE.M. en adelante). Contextualizar, entender a la firma y comprender las regulaciones bajo las que tiene que realizar su actividad, es una tarea fundamental para llevar a cabo un trabajo de valuación, en el caso de que sea posible. Puesto que más allá del valor intrínseco que se pueda llegar a hallar, gran parte del análisis se basa también en poder entender las operaciones de la empresa que se analiza.

La misma se trata de una entidad cuya actividad principal es la prestación de servicios médico-asistenciales y sociales bajo el régimen de las leyes N° 23.660 y 23.661, actuando de esta manera bajo la órbita de la superintendencia de servicios de salud, principal órgano de control. La misma se encuentra desregulada, es decir, que cualquier empleado (jubilado, o beneficiarios de regímenes especiales) puede optar por derivar sus aportes y contribuciones para gozar de las prestaciones mínimas a las que está obligada a cubrir (PMO).

Según balance cerrado junio 2022 la empresa posee al día de la fecha una cantidad de 8.439 titulares, siendo la efectiva cantidad de beneficiarios 10.371, con salarios promedio podríamos entonces decir que según estos parámetros es una obra social que se sitúa en el orden las pequeñas/medianas entidades. La remuneración de los trabajadores, en promedio ronda en unos, \$550.000 a junio de 2022, siendo dichas remuneraciones relativamente altas al promedio de varios de otros sectores de la economía. Ello nos aporta el dato de que los aportes y contribuciones que tienen como base dichas remuneraciones, son también en promedio altas para lo es el salario promedio en el país.

Tenemos que tener presente que nos encontramos frente a una estructura relativa y marginalmente pequeña frente al número de beneficiarios que están bajo el paraguas de la seguridad social. Como se mencionó oportunamente, cuanto mayor sea el pool de riesgo, más cubierto frente a las contingencias de salud van a estar los miembros del mismo. En ese orden se puede decir que; los cálculos actuariales demuestran que un pool compuesto por un grupo mínimo de más de cinco mil personas podría ser predecible, sin embargo, un pool de aproximadamente diez mil personas permite manejar mejor los riesgos. Por otro lado, Bill Savedoff, del BID y de la OMS, plantea que los seguros de Salud alcanzan sustento a partir de los 15.000 beneficiarios. Cabe destacar que, de acuerdo a la resolución 109/2000 SSS, las obras sociales deben tener como mínimo 10.000 beneficiarios, lo cual no se cumple porque más de la mitad de las obras sociales no alcanzan ese número (Oggier, 2012).

Figura 22: Composición Población Beneficiaria.

Composición de la población Beneficiaria					
Tipo de afiliados	Beneficiarios				
	2018	2019	2020	2021	2022
Obligatorios	4019	4088	3759	3683	3552
Monotributistas y Mon.Sociales	344	327	329	237	304
Jubilados de origen	196	205	213	224	243
Jubilados de otras actividades	8156	7729	7281	6745	6264
Adherentes	12	10	9	8	8
Total de afiliados	12727	12359	11591	10897	10371

Composición de la población beneficiaria O.S.PREM.

Fuente: elaboración propia en base a datos del padrón de beneficiarios a junio de 2022

Dentro del universo de las casi 300 obras sociales nacionales que prestan servicios médico-asistenciales en el país, podemos decir que se encuadra dentro del rango de las más chicas en términos poblacionales. No así desde un punto de vista del volumen de aportes que gerencia debido a los altos niveles salariales que aportan al fondo.

Analicemos a continuación cómo está conformada la estructura de capital:

Figura 23: Estructura Patrimonial O.S.PREM.

ACTIVO CORRIENTE \$ 1.277.667.148,11	PASIVO CORRIENTE \$ 62.573.920,78
ACTIVO NO CORRIENTE \$ 118.018.306,13	PATRIMONIO NETO \$ 1.333.111.533,46

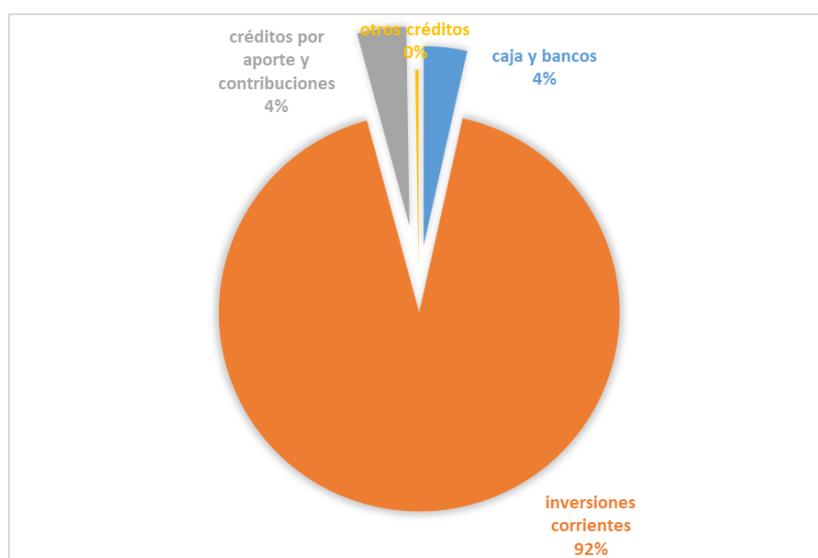
Estructura patrimonial O.S.PREM.

Fuente: elaboración propia en base a balance cerrado junio 2022

El Activo Corriente se encuentra compuesto, prácticamente por saldos de disponibilidades, inversiones corrientes (de corto plazo)²⁸, y por créditos por aportes y contribuciones a cobrar.

²⁸ Cabe aclarar que estas entidades del seguro nacional de salud tienen terminantemente prohibido llevar a cabo colocaciones de excedentes financieros en instrumentos que no sean depósitos en bancos públicos, o en títulos de deuda emitidos por el estado nacional. Buscando así evitar que tomen riesgos innecesarios en otro tipo de activos.

Figura 24: Composición Activo Corriente



Composición activo corriente,

Fuente: elaboración propia en base al balance cerrado junio 2022

Por su parte el activo corriente está compuesto en su gran mayoría por edificio y terreno siendo de esta manera propietaria la entidad de las oficinas en las que lleva a cabo su actividad; junto con una porción casi marginal por lo que es equipos de computación; neto de las depreciaciones correspondientes. No cuenta, por otro lado, con activos intangibles. Tampoco por aparatos ni equipos médicos, lo cual nos da la clara pauta de que no se llevan a cabo prestaciones propias, sino más bien una tercerización por medio del gerenciamiento del dinero de los aportantes al fondo.

Figura 25: Composición Activos Fijos

DETALLE	VALORES NETOS AL CIERRE 2022
TERRENO	\$ 23.955.417,10
EDIFICIO	\$ 93.267.545,87
INSTALACIONES	\$ -
MUEBLES Y ÚTILES	\$ -
EQUIPOS COMPUTACIÓN	\$ 795.343,16
EQUIPOS MÉDICOS	\$ -
TOTAL	\$ 118.018.306,13

Composición de activos fijos,

Fuente: elaboración propia en base a balance cerrado junio 2022

Analizando el lado derecho del balance; el pasivo propiamente dicho está compuesto en su totalidad en cuentas por pagar en el corto plazo, pasivo corriente, distribuido de la siguiente manera:

Figura 26: Composición Pasivo Corriente.

Deudas por prestaciones		
facturación a pagar	\$ 52.123.584,56	83,30%
reintegros por prestaciones médica a pagar	\$ 512.509,51	0,82%
facturación ópticas a pagar	\$ 59.570,00	0,10%
Reintegros Integración pendientes de pago	\$ 4.199.093,25	6,71%
deudas fiscales, retención ganancias a pagar	\$ 571.446,21	0,91%
Deudas por remuneraciones y cargas sociales	\$ 4.942.938,90	7,90%
otras deudas	\$ 164.778,35	0,26%
total pasivo corriente	\$ 62.573.920,78	100%

Composición Pasivo corriente. Fuente: elaboración propia según balance junio 2022 O.S.PRE.M.

El patrimonio neto, es el caso más particular de los estados contables, puesto que se trata de una entidad sin fines de lucro, y no hablamos de accionistas, ni de socios como podría tratarse de otros tipos societarios más comunes. Siendo así que no tenemos tampoco al capital social dividido en acciones ni cuotas sociales; en este caso especial se trata de aportes de los beneficiarios. El mismo tiene la particularidad de expresarse en una sola línea y se referencia con el estado de evolución del patrimonio neto. Se compone por: capital, ajuste de capital, reservas y resultados no asignados.

Ante esta imposibilidad no contamos con el precio por acción, ni un valor de mercado, ni muchos menos dividendos por acciones, siendo esta una gran complicación para encontrar una tasa que sirva de referencia para poder descontar los flujos a los accionistas, que como hemos mencionado anteriormente para esta tipología de fondos muy similares a fondos de seguros de salud, sería la metodología que mejor se ajusta para encontrar un valor presente de la empresa.

Exponemos a continuación el estado de orígenes y aplicaciones de fondo;

Figura 27: Orígenes y Aplicaciones de Fondos O.S.PRE.M.

ORÍGENES DE FONDOS			APLICACIONES DE FONDOS	
ingresos percibidos a través de afip/anses	\$ 362.175.542,35	(-)	Terciarización de servicios médicos	\$ 600.805.655,98
Subsidio Distribución automática	\$ 241.239.386,40		Atención primaria	\$ 512.323,00
aportes monotributistas	\$ 5.919.357,93		Salud mental	\$ 2.004.559,00
aportes jubilados y pensionados	\$ 189.139.473,96		Odontología	\$ 1.524.256,00
cuotas beneficiarios voluntarios	\$ 1.167.486,00		Otras coberturas	\$ 4.249.566,16
cuotas por planes diferenciales	\$ 30.538.470,08		Óptica	\$ 778.970,00
subsídios por tratamientos de alta complejidad	\$ 51.450.587,10		Prótesis y órtesis	\$ 28.814,00
<i>Total Orígenes de fondos</i>	<i>\$ 881.630.303,82</i>		Alta complejidad	\$ 52.661.732,04
		Medicamentos crónicos	\$ 22.885.926,68	
		Resto de los medicamentos	\$ 68.657.784,04	
		<i>Subtotal prestaciones médicas</i>	<i>\$ 754.109.586,90</i>	
		sueldos y cargas sociales	\$ 40.040.887,94	
		Honorarios	\$ 1.106.358,74	
		Servicios públicos	\$ 307.430,11	
		Gastos funcionamiento	\$ 4.046.991,43	
		Gastos financieros	\$ 4.450.925,05	
		<i>Subtotal erogaciones administración</i>	<i>\$ 49.952.593,27</i>	
		Total aplicaciones de fondos	\$ 804.062.180,17	

Disposición de Orígenes y Aplicación de fondos O.S.PRE.M. Fuente: elaboración propia en base a información contable.

Habiendo expuesto las características fundamentales de O.S.PRE.M.; cómo es la estructura patrimonial de la misma y cómo se originan, y aplican, los fondos con los que lleva a cabo su actividad principal, estamos en condiciones de realizar algunas afirmaciones:

- No estamos frente a una firma con una estructura común y corriente. No lleva a cabo actividades de compra-venta de bienes,
- No realiza procesos de manufactura o industriales, en los que haya bienes en el activo como ser productos terminados o en proceso.
- Podemos aseverar en este sentido que tampoco lleva a cabo una actividad del tipo servicios de salud con prestaciones propias, con el que se cuenten con quirófanos, camas para internación, clínicas, equipos médicos, etcétera.

Nos encontramos frente a un fondo del seguro de salud, el cual lleva a cabo el gerenciamiento de los recursos de la seguridad social, para primordialmente sub-contratar servicios médico-asistenciales, elemento que se observa de manera preponderante cuando se analiza dentro del pasivo las partidas correspondientes a “deudas por prestaciones médicas”, por medio de la medicina privada. Reforzando dicha sub-contratación a través de prestaciones propias que se canalizan a través de pagos en formato de reintegros por prestaciones que a su vez también son tercerizadas.

Se observa además la existencia de aquellas partidas que cumplen la función de mitigar las asimetrías originadas por aquella población que debe estar cubierta pero que su vez los aportes al fondo son considerablemente menores a los aportes de otros sectores, como por ejemplo los ingresos por regímenes especiales versus los ingresos por aquellos trabajadores obligatorios activos. Cuyos aportes son mucho mayores.

Es importante destacar la preponderancia que toma en dicha estructura poblacional la proporción de aportantes más longevos, quienes como dijimos, es el sector que más exige a la estructura del fondo por las demandas propias de este grupo etario, representa prácticamente un 60% de los beneficiarios totales a junio de 2022²⁹. Esto explica los abultados orígenes de fondos provenientes de subsidios de distribución automática. Que, como se explicó en el apartado que trata los ingresos de estos fondos, cumple la función de re-distribuir ese riesgo originado por aquellos grupos que concentran un gran esfuerzo en cuanto a prestaciones y asistencia médica.

La firma posee una operatoria muy particular;

- Claramente se observa una componente financiera muy marcada en su estructura, con bajos niveles de activos fijos, correspondiéndose así lo bajos niveles en amortizaciones.
- En contraposición a esto, se nota con claridad la presencia de altos niveles de circulante y de inversiones corrientes expuestos en el activo de corto plazo.
- Contando de esta manera con un capital de trabajo positivo³⁰. Que como una de las características expuestas por Damodaran en las entidades de servicios financieros y de seguro, es una marcada tendencia a tener gran parte de la estructura de capital financiada por pasivos corrientes, o conformado por activos de corto plazo (corrientes).

Cabe preguntarnos entonces si es posible llevar a cabo una valuación para una estructura de una empresa que posee fuertes rasgos de una compañía de seguro o de una entidad financiera no bancaria,

²⁹ Total, de aportantes pasivos / total de beneficiarios x 100. (6507/10371)

³⁰ Activo corriente – pasivo corriente

y que de hecho es considerada un agente dentro del sistema nacional del seguro de salud, conformándose así una especie de híbrido interesante de estudiar, motor de este trabajo. Para poder encontrar el valor presente que nos sepa indicar, o por lo menos sirva de dato empírico, para saber si es viable la actividad de este fondo de seguro de salud. Nos encontramos entonces frente a varias complicaciones debido a la particularidad del caso: Por un lado, como dijimos, no se trata de una empresa estándar que compra y vende bienes, no realiza proceso de producción. Presta el servicio de asegurar el riesgo financiero de enfermedad de sus afiliados por medio de aportes solidarios de una cuota, pero con la particular característica de que tampoco cuenta con capacidad propia para llevar a cabo dicha tarea. Sino que gerencia los recursos para que financieramente se más viable, entre todos sus aportantes, hacer frente a una eventualidad.

Como se mencionó en el apartado que trata al caso puntual de la valuación de firmas de servicios financieros y aseguradoras, lo más pertinente es descontar el flujo de fondos para los accionistas, a través de la proyección del pago futuro de dividendos. Caso que es prácticamente imposible de aplicar por dos razones:

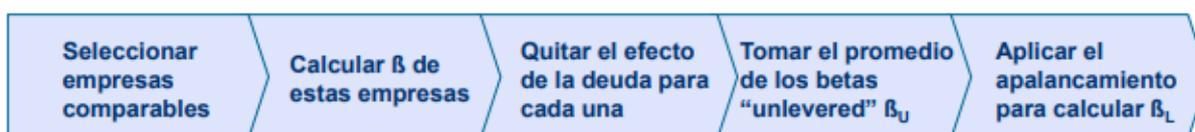
- Observemos la conformación de lo que en finanzas denominaríamos al “*equity*”, es decir, al patrimonio neto (aporte de los socios o capital accionario) de la empresa, que es un punto clave en cualquier modelo de valuación. En este caso puntual puede llegar a complicarse demasiado poder proyectar e incluso descontar a una tasa de interés los flujos que de esta partida puedan derivarse.
- Está conformado, no por acciones ni cuotas sociales, sino por aportes privados de los socios beneficiarios, por lo que a su vez contar con un valor de mercado del fondo es algo imposible para este caso puntual.

Quizás llevar a cabo un modelo de descuento de flujo de fondos proyectado (*Discounted Cash Flow*) como los que hemos estudiado, realizando algunos ajustes y llevando a cabo supuestos que se amolden al caso particular, podría llegar a ser algún aporte interesante en materia de la viabilidad de alguno de los casi 300 fondos del seguro de salud que existen actualmente en el país, sigan siendo soportados por el sistema en su totalidad o si efectivamente agregan valor al mismo.

Ante la imposibilidad de llevar a cabo este modelo de descuento de fondos para los accionistas, debido a la inexistencia de fondos que se originen a partir del pago de dividendos, por lo que ya explicamos, intentaremos llevar a cabo una valuación tradicional por medio del descuento de flujo de caja después de pagar impuestos.

Si seguimos el camino lógico que hemos analizado en el apartado anterior para aplicar la metodología por descuento de flujos futuros de caja originados por este agente, con una tasa de descuento que sepa reflejar los riesgos inherentes a esta rama de actividad tan particular y propia de la economía de Argentina, habría que llevar a cabo algunas adaptaciones para realizar un análisis de la aplicabilidad que puede llegar a tener este método en uno de los sectores clave de la economía argentina.

Figura 28: Metodología Cálculo Beta desapalancado para compañías no Públicas.



Cálculo de β_L para una empresa NO pública, Fuente: (Damodaran, 2012).

Cabe aclarar que además a dicho procedimiento habría que incluir lo visto en materia de ajuste al coeficiente Beta, puesto que, como se logra apreciar en la información contable sintetizada en este apartado, la exposición al riesgo del país de estos fondos de cobertura de salud es enorme, debido a la enorme presencia de partidas que se corresponden con orígenes de fondos que tienen como una componente de subsidios para mitigar las asimetrías propias del sistema que ya fueron expuestas anteriormente.

Selección de empresas comparables. Se tomó como sector comparable, al sector de los planes de seguros de salud (Healthcare plans)³¹, que comercializan en el mercado de EUA, cuyas cotizaciones se publican en el S&P500. Se denomina al mismo como “planes de atención médica”, siendo este sector el más asimilable desde el punto de vista de la industria y de los servicios que prestan dentro de la categoría de “cuidados médicos”.

Figura 29: Panel Compañías Sector Planes de Salud EUA.

N°	Ticker	Company	sector	Industry	Country
1	CI	Cigna Corporation	Healthcare	Healthcare plans	USA
2	CNC	Centene Corporation	Healthcare	Healthcare plans	USA
3	CVS	CVS Health Corporation	Healthcare	Healthcare plans	USA
4	ELV	Elevance Health Inc.	Healthcare	Healthcare plans	USA
5	HUM	Human Inc.	Healthcare	Healthcare plans	USA
6	MOH	Molina Healthcare Inc.	Healthcare	Healthcare plans	USA
7	UNH	UnitedHealth Group Inc.	Healthcare	Healthcare plans	USA

Panel empresas del sector planes de salud. Fuente: elaboración propia en base a (Finviz, s.f.)

Habiéndonos posicionado en aquellas compañías que son las más representativas del sector, continuamos con el camino lógico determinado párrafos atrás. Habiendo obtenido de la información publicada en el panel, tasa efectiva de impuesto que abona cada compañía, coeficiente Beta (apalancado, que es el que figura como información publicada para los últimos 12 meses), y la ratio de “Deuda/Equity” el cual obviamente el que se toma es el de valor de mercado, no de libros de las firmas.

Con esta información se procedió a desapalancar la beta conocido a través de procedimientos algebraicos, para despejar la variable “Beta desapalancado” para cada una de las empresas comparables

³¹ Información tomada del panel del S&P500 distribuido por sector e industrias. S&P 500 Map (finviz.com)

semejables al sector. Se determinó un promedio simple de todos los coeficientes, siendo este promedio el que luego apalancaremos con la propia estructura de capital del agente de salud que estamos analizando. Acá hay que comentar las siguientes salvedades;

- O.S.PREM. no posee deuda financiera en el lado derecho del balance, como se expuso oportunamente. Es decir, la entidad se financia con el capital de terceros a través de: deudas fiscales, sociales y proveedores de servicios, por lo que podríamos tomar dos alternativas,
- Por otro lado, sólo se cuenta con un valor “libros” del pasivo, no contando así con valores de mercado de la deuda.
- Por último, un punto importante es que este sector de la economía está exento del pago del impuesto a las ganancias, generando esto que el escudo fiscal o “*tax-shield*” por el pago de intereses sobre la deuda no estaría contemplándose dentro de los supuestos del modelo. Se presenta entonces inexistencia de tasa de impuesto y de deuda financiera.

Figura 30: Determinación coeficiente Beta desapalancado.

N°	Ticker	Company	tasa efectiva de impuesto a la renta	β_L (coeficiente beta apalancado)	Deuda/capital (factor de apalancamiento)	β_U (coef. Beta desapalancado)
1	CI	Cigna Corporation	22,03%	0,66	0,69	0,500875394
2	CNC	Centene Corporation	22,03%	0,58	0,75	0,425071914
3	CVS	CVS Health Corporation	22,03%	0,62	0,74	0,456998639
4	ELV	Elevance Health Inc.	22,03%	0,85	0,66	0,656724628
5	HUM	Human Inc.	22,03%	0,73	0,75	0,535004306
6	MOH	Molina Healthcare Inc.	22,03%	0,69	0,81	0,48892583
7	UNH	UnitedHealth Group Inc.	22,03%	0,69	0,7	0,520562207
Promedio de los β_U del sector						0,51202

32

Determinación del Coeficiente Beta desapalancado (sin efecto de la deuda en la estructura de capital)

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left\{1 + \frac{D}{E} \times (1 - tax)\right\}}$$

Si procedemos a determinar un coeficiente para apalancar el Beta determinado a partir de la estructura de capital de la obra social, sin que necesariamente contemos con deuda financiera propiamente dicha, Entonces obtenemos lo siguiente:

- Por un lado determinemos el ratio $\frac{Pasivo\ total}{Patrimonio\ Neto} = \frac{62.573.920,78}{1.333.111.533,46} = 0,0469$
- Procedemos a apalancar el promedio de coeficientes anteriormente determinado con la estructura de capital calculada, teniendo en cuenta además que no contamos con el beneficio

³² La tasa efectiva de impuesto a las ganancias se tomó de A. Damodaran, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> “tax rate by industry”.

fiscal por la obtención de deuda, es decir $(1 - 0,00\%) = 1$ correspondiente al denominado *tax-shield*. Por lo tanto:

$$\beta_L = 0,51202 \times [1 + (1 - 0\%) \times 0,04694]$$

$$\beta_L = 0,53606$$

El coeficiente Beta apalancado determinado, es el que utilizaremos para aplicar CAPM, junto con el ajuste por riesgo país para así determinar una tasa de descuento que se utilizará para descontar los flujos de fondos futuros de la obra social. Aplicando CAPM, a su vez vamos a obtener un Retorno de las acciones del sector, que en este caso será más que nada un valor representativo, puesto que como dijimos, este fondo de cobertura de salud no tiene un capital social determinado por acciones, sino más bien cuotas de beneficiarios aportantes.

$$E_{(r_i)} = r_f + \beta \times [E_{(r_m)} - r_f]$$

$$E_{(r_i)} = 0,51\% + 0,53606 \times [13,59\% - 0,51\%]$$

$E_{(r_i)} = 0,07522$ Sobre este resultado hay que aplicar los ajustes teniendo en cuenta tanto al riesgo país, como al mercado local argentino como para poder tener reflejado en la tasa de descuento del “equity”, del capital de O.S.PRE.M. Los riesgos relacionados aparejados al mercado en el cual desarrolla su objeto.

Figura 31: Promedios Aritméticos de los retornos de principales activos en EUA

Arithmetic Average Historical Return						
	S&P 500 (includes dividends)	3-month T.Bill	US T. Bond	Baa Corporate Bond	Real Estate	Gold*
1928-2022	11,51%	3,32%	4,87%	6,96%	4,42%	6,48%
1973-2022	11,73%	4,40%	6,59%	8,77%	5,54%	9,56%
2013-2022	13,59%	0,78%	0,51%	3,81%	7,68%	2,03%

Promedio aritméticos de los retornos activos EUA, fuente A.Damodaran³³

Para el ajuste por riesgo país, vamos a desarrollar el modelo de CAPM ajustado según los parámetros que propone Damodaran para ajusta por riesgo país.

$$K_e = r_f + (r_m - r_f) \times \left(\frac{\sigma_{merval}}{\sigma_{s\&p500}} \right) \times \beta_L$$

$$K_e = 0,51\% + (13,59\% - 0,51\%) \times (1 + 14,68\%) \times 0,53606$$

³³ Información extraída de la base de información de A. Damodaran para una ventana de tiempo que se corresponde a los años 2013 – 2022, en base al promedio aritmético de los retornos. Tomando como retorno de mercado a los retornos del S&P500 Y en cuanto al activo libre de riesgo, a los bonos del tesoro americano a 10 años. (Damodaran, pages.stern.nyu.edu, s.f.)

$$K_e = 8,5509\%$$

Damodaran lo que propone es obviar el término de riesgo país, como lo proponen otros autores, como ser Godfrey y Espinosa, contemplando de esta manera un ajuste del coeficiente Beta apalancado en su totalidad (JUAN, 2020). El valor que nosotros tomamos para ajustar β_L , de 14,68%, se extrajo de la base de datos que publica A. Damodaran en su página web. Lo que él nos aporta es tomar directamente a lo que denomina como “*Adjusted Default Spread*” o “*riesgo de default ajustado*”.

Ahora bien, retomando el procedimiento lógico en el que exponíamos al comienzo del apartado sexto, en el que detallábamos cómo se construía aquella tasa promedio de capital (más técnicamente denominada *WACC*) como aquella tasa que en teoría se debería utilizar para valorar oportunidades de inversión para una entidad en particular, la cual contempla la estructura de *equity* y deuda puntal para esa entidad en especial. Dicha ponderación de tasas tiene en cuenta tanto, los niveles de capital propios con los que la empresa podría financiarse y los riesgos aparejados a la captación de los mismos; como así también a la utilización de capital de terceros, es decir, a la toma de deuda financiera. La cual a su vez también la ecuación muestra con claridad que dicha financiación con fondos de terceros tiene como consecuencia un ahorro fiscal, como producto de la deducción por el pago de intereses de la deuda en el respectivo impuesto a las ganancias a pagar por parte de la compañía.

Lo analizado hasta acá en el presente trabajo, fue que logramos llevar a cabo una aproximación de cómo podríamos determinar en el primer término de la ecuación del cálculo de la *WACC* en el que se detalla la tasa del costo en el que debería incurrir la obra social por el hecho de captar nuevos fondos para financiar nuevas inversiones por parte de los denominados “*beneficiarios*” de O.S.PRE.M., teniendo en cuenta que los mismos cumplirían el rol de accionistas de la entidad. Pero el presente modelo de determinación del costo de capital planeta a su vez un segundo término en la igualdad, en el cual se expone el costo de financiarse con capital de terceros y los riesgos aparejados por tomar deuda de largo plazo para financiarse.

Las compañías suelen utilizar además otra forma de financiamiento no propia, es decir, se valen de una combinación de *equity* y apalancamiento proporcionado por terceros. El costo de deuda mide lo que le cuesta a una firma asumir endeudamiento (Web, 2021). Es importante mencionar que, como venimos marcando, gran parte de la bibliografía citada en el presente trabajo expone un marco metodológico muy ligado a la determinación de costos ponderados de capital, para entidades que son mayormente públicas y que con datos que dan cuenta de compañías que son por lo general grandes empresas y que operan en mercado generalmente más competitivos y perfectos.

Si estamos ante empresas sin calificación (firmas pequeñas o privadas) tendremos que plegarnos a aproximaciones. Para esto podemos analizar los últimos préstamos que la compañía haya tomado y las tasas de interés a la que le asignaron la facilidad. Otra alternativa es desarrollar un *rating sintético* y estimar el consecuente *default spread* en base al análisis de las características financieras compartidas por las firmas que integran un mismo rating crediticio (Web, 2021). Es muy interesante remarcar que en el citado trabajo que analiza la estructura de capital de INVAP SE, compañía del estado argentino en su mayoría y además no pública, no posee un valor de mercado de la deuda, situación muy similar que se nos presente con la obra social bajo análisis. Pero sí cuenta (INVAP SE) la posibilidad de que con la deuda financiera (préstamos bancarios, obligaciones negociables y deudas financieras) que posee determinar, o por lo menos aproximarse a un valor de mercado de la deuda, teniendo en cuenta los plazos de vencimientos de la misma y poder realizar así un acercamiento a los vencimientos ponderados de la misma. Estas aproximaciones nos van condicionar demasiado para nuestro modelo de valuación

para esta obra social, debido a las particularidades reglamentaria a las que debe atarse para poder llevar a cabo su tarea de cobertura sobre el riesgo de salud de sus afiliados. Veamos más de cerca esta situación.

En términos de estructura de capital, históricamente la obra social O.S.PRE.M. Se financió en su totalidad con aportes y contribuciones de sus socios afiliados, con una nula financiación de terceros, más precisamente deuda financiera, llámese a esta, préstamos bancarios, emisión de bonos; u otro tipo de instrumentos de índole financiera no operativa (que no se corresponda al capital de trabajo, como ser acreedores varios o cuentas por pagar). A su vez tras haber realizado consultas con los titulares de la misma, aseveraron que la situación actual de liquidez y prestacional de la misma no ameritaba el hecho de tomar financiación por parte de terceros, y menos aún de la emisión de algún tipo de emisión de deuda en por el mediano plazo.

Podríamos a su vez, quizás tomar, la deuda con los proveedores de servicios, y demás cuentas por pagar como una cuasi deuda financiera, pero acá se presenta otra realidad, que para la gestión de la obra social es un indicador de salud financiera, pero que para nuestro modelo implica la ruptura de un supuesto clave, que es que la rotación de las deudas por pagar (deudas prestacionales en su gran mayoría), no superan los 20 días de rotación. Es decir, no poseen una duración considerable como para equipararlo a algún instrumento financiero de captación de fondos. Por otro lado, la inexistencia de pasivos financieros complican a su vez la posibilidad de establecer un rating sintético a través de la posibilidad de establecer un “ratio de cobertura de intereses” sobre la deuda³⁴, que podría ayudarnos en este caso a encontrar un posible costo de la deuda a la cual el mercado estaría dispuesto a prestarnos, la cual como mencionamos es inexistente en este tipo de sociedad.

Habiéndose generado esta ruptura, de supuestos clave en la construcción del modelo de *WACC*;

- La falta de una estructura de financiación por parte de fuente de terceros (deuda financiera) a la estructura completa de la compañía, por un lado.
- Siendo que también como mencionamos anteriormente, en este mercado de pooles de riesgo, no se aplica el gravamen del impuesto sobre la renta de las empresas, supuesto clave en el modelo de costo promedio de capital ponderado. Lo cual trae aparejado a su vez la no aplicación del ahorro fiscal por la deducción en la base imponible de los intereses pagados sobre la deuda.

Este último punto, concuerda perfectamente con el hecho de que no se haya tomado deuda para financiarse, ya que, si lo vemos puramente desde la teoría financiera, no habría motivo para financiarse por medio de fuente de terceros debido a que ello no trae ninguna ventaja en el armado de la estructura de capital. Pero lejos de perder las esperanzas sobre cómo optimizar el armado de una tasa de interés para este tipo de fondos de cobertura de salud para este mercado tan peculiar que nos ayude a encontrar el costo de incurrir en futuras inversiones, nos hace repensar el modelo a aplicar.

Existe una metodología de la cual podríamos valernos, siendo esta la del “*Adjusted Present Value*”, o valuación por APV. Esta metodología lo que plantea es, llevar a cabo la valuación de la compañía en dos pasos: por un lado, tomar el flujo de fondos operativos para luego descontarlos a la *WACC*, pero con la particularidad de que esta ya no tendrá la carga del apalancamiento, es decir tomaríamos la *WACC_{Unlevered}*, o sea al costo del *equity* obteniendo así el valor de la compañía sin financiamiento. Y, en segundo lugar, tendríamos que sumarle al cálculo anterior el valor que agrega el efecto del

³⁴ A. Damodaran propone establecer una escala de rating sintético según la cual pueda conseguir financiamiento en el mercado según el ICR (*Interest coverage ratio*, por sus siglas en inglés) de la compañía, el cual se establece a través del siguiente cociente:
$$\frac{EBIT}{Interest\ Expenses}$$

apalancamiento, el cual ya estudiamos como *tax-shield*, el cual se descuenta a la tasa de la deuda. Obteniendo de esta manera (Damodaran, 2012).

$$Firm Value = PV (fcff \times r_{e_u}) + PV(Beneficios Fiscales \times r_d)$$

Esta ecuación nos pareció clave al momento de encontrar una solución a nuestro problema de origen, puesto que nos permite desagregar con mayor claridad en el caso que exista y de manera diferencial, la componente financiera y cuánto valor genera por el hecho de endeudar a la empresa y llevar a cabo una re-ingeniería financiera.

Procedamos entonces a retrotraer el proceso anteriormente desarrollado para apalancar la *WACC*.

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \times \frac{D}{E}}$$

$$\beta_u = \frac{0,53606}{1 + (1 - 0) \times 0,04694}$$

$$\beta_u = 0,5120$$

Manteniendo entonces los cálculos con los que logramos adaptar la manera de contemplar el riesgo de desarrollar un negocio en Argentina, determinamos nuestro nuevo *costo del equity* sin tener en cuenta el efecto de la deuda, K_{e_u} . Es decir el costo al cual los socios aportantes deberían exigir mínimamente por el hecho de aportar nuevos fondos a determinadas oportunidades de inversión llevadas a cabo por O.S.PRE.M.

$$K_{e_u} = 0,51\% + (13,59\% - 0,51\%) \times [(1 + 14,68\%) \times 0,5120]$$

$$K_{e_u} = 8,1901\%$$

Logramos de esta manera determinar el costo del equity, sin tener en cuenta los efectos del apalancamiento financiero en la estructura de capital, logrando consecuentemente una pequeña variación de un $-4,22\%$ aproximadamente, lo cual tiene mucho sentido esta disminución en la tasa de descuento del capital. Esto puede explicarse ya que, al no estar contemplando el costo de tomar deuda financiera, es decir fondos provenientes de terceras fuentes, esto hace que se determine una tasa menor, o sea que el riesgo aparejada a la misma sea en esa línea menor también. La inexistencia de deuda financiera, podría traer como corolario el hecho de que prácticamente no exista un riesgo de default. Lo cual no es ciento por ciento así, lo cual intentamos a su vez mostrar con la inclusión de un *default spread* para ajusta el Beta de nuestro modelo.

Entonces bajo el supuesto del modelo de APV, este resultado encontrado $K_{e_u} = 8,1901\%$, es el que utilizaremos en para descontar los flujos relacionados con el equity en la valuación final de la empresa. No dejando así de lado los motivos que condicionaron nuestro modelo inicial, en cuanto a la falta de una política de apalancamiento en la estructura de capital. Siendo éstos: la inexistencia de deuda financiera, y que por consiguiente no podamos contar con datos como ser, valores de mercado de la misma, tasas de interés, rating crediticio, fecha de vencimiento de cupones e intereses, y demás datos de gran aporte para un modelo de DCF tradicional completo. Como así también el particular hecho de

que acá no se contempla el ahorro fiscal como variable clave para la construcción de una estructura de capital óptima por motivos citados oportunamente.

Con la tasa determinada, podríamos entonces llevar a cabo un modelo de proyección de los principales flujos operativos de caja de O.S.PRE.M., como los que detallamos en la ilustración 26. Donde se aprecia que el mayor caudal de los fondos proviene, de aportes de beneficiarios obligatorios, jubilados y beneficiarios desregulados. Por otro lado, tenemos las aplicaciones de fondos que se explican en partidas tales como gastos por prestaciones médico-asistenciales y gastos propios de administración.

La obra social en cuestión posee más de 50 años trabajando en el rubro de cobertura de salud, con lo que podemos permitirnos determinar que ya posee cierta estabilidad dentro del sistema Nacional de salud. Lo cierto es que, a pesar de dicha estabilidad, posee una gran exposición al cambio en el poder adquisitivo de la moneda debido a las reiterativas coyunturas macroeconómicas y a la naturaleza financiera de su objeto social, siendo este uno de los principales riesgos de la actividad. Esa exposición se ve reflejada en los marcados cambios en los ingresos por sus consecuentes actualizaciones en los aportes de los beneficiarios asalariados como así también de la porción pasiva de la población aportante y de los desregulados provenientes de otras actividades. Hay que remarcar que, en contrapartida, parte de la estabilidad en los ingresos operativos se dan gracias a las actualizaciones salariales de la población cubierta por los fondos gracias a la renegociación de salarios sistemáticas, que en los últimos años se lleva a cabo prácticamente con una frecuencia trimestral; lo que trae aparejado la simultánea actualización de los ingresos por aportes y contribuciones de manera casi automática.

Teniendo en cuenta que no hubo en el fondo de cobertura grandes variaciones en la población beneficiaria cubierta, y que las variaciones en los egresos incurridos por parte de la entidad se explican en su gran mayoría por la variable inflacionaria que se aplica sobre el coste de atención mínima a cubrir, el *PMO*. De esta manera podríamos simplificar la proyección de los flujos de fondos operativos a partir de la actualización de las variables utilizando un coeficiente de actualización por la exposición a la pérdida de poder adquisitivo de la moneda. Este supuesto es clave, puesto que como se explicó previamente, estas entidades tienen la especial particularidad de que la actualización de los costos de atención mínima a cubrir se traslada de manera automática con la consecuente actualización de los ingresos por aportes y contribuciones calculados a su vez sobre la indexación de los salarios sobre los que se determinan.

Esto es a sólo efectos de llevar a cabo una simplificación que nos permita estimar un valor aproximado teórico de la entidad utilizando la tasa de descuento determinada en el presente estudio. Siendo que llevar a cabo una proyección pormenorizada de cada una de las variables conllevaría una extensión innecesaria del presente trabajo. Proyectaremos así, por un lado, la variable de recursos ordinarios, es decir ingresos por aportes; por otro lado, egresos operativos: prestaciones médico-asistenciales y costes de administración. No se tomará en este caso variables a proyectar como ser EBITDA o EBIT, puesto que como hemos desarrollado a lo largo del trabajo, en este mercado de seguro de salud, por sus regulaciones, y en esta obra social el particular, no entran en juego la determinación de impuestos sobre la renta (ganancias), intereses financieros (deuda financiera), y/o depreciación por activos fijos, siendo estos últimos casi costos marginales por la estructura propia de la entidad.

Nos encontramos entonces bajo un negocio en marcha, con una cierta estabilidad en su operatoria, por lo que nos ayudaremos a su vez a determinar un valor terminal en un horizonte de tiempo de unos 5 años a partir del ejercicio n°50 cerrado en el año 2022. Otro supuesto clave que tomaremos es que la proyección se llevará a cabo en moneda de curso legal, puesto que consideraremos el hecho de que, al estar actualizando según coeficientes de actualización por la depreciación de la moneda, el mismo tiene en su composición la variación en el tipo de cambio.

Tomaremos para el cálculo del valor terminal una tasa de velocidad de crecimiento de los flujos “g” igual al dato que arroja el Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina (INDEC) que nos ayuda a determinar el “Índice de producción industrial manufacturera”(INDEC, s.f., https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/ipi_manufacturero_04_2318B23339D2.pdf) ¿Por qué este índice? Pensamos que era el más apropiado puesto que el mismo realiza un relevamiento de todas las actividades económicas que conforman al sector industrial de manufactura, con cobertura para el total del país. Pensamos que es el que mejor se ajusta ya que O.S.PRE.M presta cobertura en su mayoría a aquellos trabajadores provenientes de la industria automotriz en todo el territorio. El informe técnico detalla que el primer bimestre de 2023 presentó un incremento de **2,5%** respecto a igual período de 2022. Vamos a establecer de esta manera como supuesto que dicho incremento en la actividad económica de este sector industrial para establecer una velocidad de crecimiento y obtener así un valor terminal calculándolo como una perpetuidad con crecimiento.

$$\text{Valor terminal} = \frac{FCO_{n+1}}{wacc - g} = \frac{FCO_n \times (1 + g)}{WACC - g}$$

Siendo que:

FCOn+1 = Flujo de caja operativo correspondiente el período n + 1

g = tasa de crecimiento

Figura 32: Flujos de caja proyectados O.S.PRE.M.

Ejercicio Número	Proyectado (expresado en miles de millones pesos)								
	51°	52°	53°	54°	55°				
Ingresos por recursos Ordinarios	\$ 2.764,03	\$ 4.719,31	\$ 8.057,74	\$ 13.757,79	\$ 23.490,05				
Variac.%(Promedio 70,74%)	70,74%	70,74%	70,74%	70,74%	70,74%				
Egresos Operativos por prest. Médicas y de Admin.	\$ 1.772,43	\$ 3.013,13	\$ 5.122,33	\$ 8.707,96	\$ 14.803,53				
Variac.%(Promedio 70%)	70%	70%	70%	70%	70%				
Resultado Neto Operativo	\$ 991,60	\$ 1.706,17	\$ 2.935,41	\$ 5.049,83	\$ 8.686,52				
Valor terminal	-	-	-	-	\$ 157.240,04				
Flujos operativos de caja a descontar	\$ 991,60	\$ 1.706,17	\$ 2.935,41	\$ 5.049,83	\$ 165.926,56				
Factor de descuento	0,9243	0,8543	0,7897	0,7299	0,6746				
Flujos operativos descontados	916,53	1.457,63	2.317,96	3.685,76	111.938,19				
valor de la compañía O.S.PRE.M.	\$ 120.316,08		<table border="1"> <tr> <td>WACC</td> <td>8,1901%</td> </tr> <tr> <td>Tasa de crecimiento "g" s/Ind. De producción Indust.</td> <td>2,5</td> </tr> </table>			WACC	8,1901%	Tasa de crecimiento "g" s/Ind. De producción Indust.	2,5
WACC	8,1901%								
Tasa de crecimiento "g" s/Ind. De producción Indust.	2,5								

Flujo de caja proyectados O.S.PRE.M. Fuente: elaboración propia

Mediante el presente ejercicio lo que se intentó fue:

- simplificar un modelo de proyección de las principales variables que explican los resultados operativos de la obra social.
- Determinar un valor terminal de la entidad en marcha con un horizonte de proyección a 5 años.
- Utilizar una tasa de crecimiento para la determinación de dicho valor terminal que explique lo mejor posible la tendencia del rubro de actividad a la cual la obra social presta cobertura a la mayoría de sus beneficiarios. Determinamos que la mejor era aquella que calculaba INDEC a través del Índice de producción industrial manufacturera.
- Determinamos el valor de la compañía en \$120.316 MM.

No perdamos de vista que este es un *valor teórico* de la obra social; y que se tomaron supuestos para poder simplificar de la mejor manera posible la lógica con la que llegamos a determinar el valor de la empresa. Podrían mejorarse varios de ellos y hasta llevar a cabo una proyección mucho más detallada los flujos operativos de caja, pero lo que acá queremos llegar a demostrar es que es efectivamente

posible y perfectible aplicar los métodos de valuación estudiados a lo largo de la carrera para este tipo de entidades tan particulares y especiales dentro del sistema de salud argentino.

7. Conclusiones

A lo largo del presente estudio hemos tenido la oportunidad de analizar al sistema de salud argentino, sus subsectores, cómo interactúan y su evolución a lo largo de prácticamente los últimos 50 años. Luego nos centramos en aquel subsector que le da al sistema argentino de salud esa particularidad que lo hace especial y difícil de comprender muchas veces si no se está en el entorno del mismo, ya sea como prestador de servicios, a cargo de alguna gerencia de alguna entidad privada prestadora. Nos referimos al sector de la seguridad social. Comprendimos que existen aquellas que actúan bajo la órbita del territorio nacional, otras fueron creadas bajo la autonomía de cada una de las provincias y algunas otras que son especiales por sus regímenes de orden un tanto peculiar.

Adentrados ya en las obras sociales, comprendimos cómo este sector se desarrolló y se desarrolla como un motor para la evolución del sistema privado de salud, puesto que a través de ellas se canalizan los fondos de los particulares para también financiar al sector privado de clínicas, sanatorios, y demás proveedores del sistema. Entendimos que no es un sistema ni público, ni privado; es un híbrido en el cual hay una relación de carácter circular constante entre todos los actores del mismo. Esta característica hace que englobe a gran parte de la población, y a la gran variedad de situaciones a la que cada beneficiario pueda encontrarse, siendo esta una gran fortaleza y un punto a favor a pesar de las inequidades que esto trae aparejado.

Luego de ahondar en su funcionamiento, logramos establecer un fuerte nexo entre estos fondos de seguro de salud, como los hemos terminado denominando, con otras compañías aseguradoras del mercado. Analizamos así al mercado de aseguramiento, sus funciones y principales fallas. Entendimos entonces que las obras sociales actúan como tales, con las mismas problemáticas que puede tener un seguro contra incendios, por ejemplo, tanto del lado de la oferta como de la demanda. Y que de esta manera determinan mecanismos para cubrirse como cualquier otra de ellas ante las posibles fallas inherentes al mercado en el que operan.

Pero observamos una característica muy especial que quizás no tienen otros fondos de seguro, y es la gran dependencia que tiene una parte importante de estos fondos por parte de los subsidios del Estado Nacional. Habiendo estudiado cómo funcionan entonces, por ejemplo, los subsidios de distribución automática (SANO, SUMA, SUMA70, etc.) que son distribuidos en la medida en que cada fondo absorba a cierta parte de la población según su sexo, edad, condición laboral, etc. asegurándole de esta forma la cobertura mínima obligatoria (concepto que también abordamos al tratar el Programa Médico Obligatorio). Esta enorme masa de subsidios que se distribuyen en pos de equiparar las asimetrías del sistema, hacen que nos realicemos una pregunta ¿Se busca de verdad mitigar riesgos y asimetrías entre los fondos, o se disimula a través de ellos deficiencias y “*des-economías*” de escala cuyo funcionamiento es dudoso, y no estamos sabiendo llevar a cabo un cambio para que mejore el sistema?

Es la pregunta que quizás, entre tantas otras, buscamos encontrarle respuesta a través de llevar a cabo un estudio aplicando teorías financieras abordadas en la maestría; basadas en equilibrios económicos, supuestos de mercados eficientes, comportamiento racional de los agentes, etc.

Repasamos conceptos básicos de valuación de empresas. Nos adentramos en metodologías especiales: valuación de entidades financieras y de aseguradoras. Vimos que conceptualmente son sectores que no son asimilables a cualquier otro de la economía, como el industrial, desde cómo invierten sus utilidades, hasta las restricciones que tienen para llevar a cabo esa colocación de fondos. Analizamos también el caso particular de la valuación de firmas privadas, es decir, de aquellas que no

hacen oferta pública de su capital, y que por lo tanto no tienen un valor de mercado del mismo ni de la deuda. Conjuntamente se estudió también el caso particular del proceso de valorar en un mercado emergente como lo es Argentina, con todas las demás dificultades que nuestro mercado de capitales presenta para llevar a cabo un trabajo de este tipo.

Ello nos llevó a intentar explicar, a través de los modelos de *Discounted Cash Flows (DCF)*, cómo podríamos determinar una tasa de descuento, tanto para determinar el valor de una de estas obras sociales, como así también para poder tener una referencia de cuál podrían ser el costo de incurrir en nuevas oportunidades de inversión para un fondo de estos, teniendo en cuenta la teoría financiera del costo promedio de capital. *WACC*. Pero a medida que avanzamos en la modelización del problema se presentaron particularidades que desafiaron la aplicación de algunos de estos teoremas. Principalmente el hecho de que las obras sociales son sujetos exentos del impuesto sobre las utilidades que paga cualquier otra entidad que opera en Argentina. Dato no menor, ya que es un supuesto clave al momento de determinar la estructura de capital de una compañía por el ahorro fiscal que esto conlleva. Y por otro lado la especial situación de que en el balance de la entidad analizada no presentaba ningún tipo de deuda financiera, ni prestamos bancario ni emisión de instrumento de deuda. Situación que históricamente mantuvo como política y que la mesa directiva de la misma tampoco planeaba establecer por lo menos en el corto mediano- plazo.

Esto nos hizo tener que realizar algunos ajustes en nuestro modelo. Para ello el modelo de *Adjusted Present Value, APV*, resultó ser un modelo de valuación que se ajustaba con las necesidades de nuestro caso y con las particularidades que el mismo nos prestaba. El modelo de APV, no es una metodología por sí mismo, sino que es una forma de ver el descuento de flujos futuros de caja, logrando mostrar de manera clara el diferencial cuánto valor se está generando por el hecho de endeudar a la empresa llevando a cabo un re-ingeniería financiera. Descuenta por separado los flujos de fondos sin efecto del apalancamiento, y en otro término de la igualdad, los flujos del ahorro fiscal descontado a la tasa de la deuda financiera.

Valor de la compañía sin financiamiento + valor del ahorro fiscal

Tuvimos que tomar de esta manera al segundo término con valor igual a cero, por lo motivos antes expuestos. Determinando así el valor de la tasa de descuento para los accionistas, o mejor dicho según el caso puntual de O.S.PRE.M., de los socios aportantes del fondo de cobertura. Obteniendo así la tasa de descuento del *equity* sin efecto del apalancamiento.

En Argentina funcionan aproximadamente 300 Obras Sociales Nacionales, movilizan alrededor del 4% del PBI Nacional, y más 20 millones de personas, entre ellos trabajadores activos, pasivos y aportantes de regímenes especiales, están cubiertas bajo la órbita de sus estructuras, de financiación y de solvencia, de las cuales depende su salud y la de sus grupos familiares. E indirectamente todos los proveedores privados a los que contratan para cubrir su demanda. Entonces. ¿Es suficiente que el órgano de control con sólo establecer ciertos ratios de solvencia y liquidez haga un diagnóstico a través de ellos acerca de la viabilidad de cada uno de los agentes?

Hay un potencial de valor agregado en este sistema nacional de salud, que, con un análisis más exhaustivo de los fondos, es que intentamos con este aporte, sumar un pequeño empuje en el estudio de la materia, para que en el futuro se puedan tomar decisiones de inversión de estos agentes pensando un poco más en si se genera o se destruye valor.

8. Bibliografía

- Marco Legal del Seguro en la República Argentina: Ley 17.418 (30/08/1967) – Contratos de Seguros. Ley 20091(11/01/1973) Los Aseguradores y su Control, Reglamento General de la Actividad Aseguradora (Res. 21.523 y modificaciones). Ley 24.557 (13/09/1995) Riesgos del Trabajo y resoluciones complementarias. Ley 24241 (23/09/1993) de sistemas integrado de jubilaciones y pensiones y resolución complementaria. Resoluciones SSN de Seguros de Retiro.
- Rubinstein, A. (2021). Sistema de Salud Argentino [Grabado por R. Adolfo]. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, CABA, Argentina.
- Armando Gil Ospina, H. M. (2013). Riesgo moral en el régimen contributivo del sistema general de seguridad social en salud de Colombia. *Académica e Institucional Páginas de la UCP, N° 94*, p. 175 - 192.
- BECK, R. R. (2016). *OBRAS SOCIALES NACIONALES: FINANCIAMIENTO DEL PLAN MÉDICO OBLIGATORIO*. Victoria: Universidad de San Andrés.
- Cetrángolo, O. (2018). Origen y situación actual desigual . Argentina : CECE .
- Cristina, C. C., Aldana, M., Eduardo, M., Marina, R., & Daniel, S. (2018). *GESTIÓN ACTUARIAL DE LOS RIESGO DE SOLVENCIA PARA LAS EMPRESAS DE MEDICINA PREPAGA*. CABA: Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation [Valuación de Inversiones]*. New York, wiley.
- Damodaran, A. (s.f.). *pages.stern.nyu.edu*. Obtenido de [pages.stern.nyu.edu](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/PvtFirm.pdf): <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/inv2E/PvtFirm.pdf>
- Diego, J. A. (2008). *MANUAL DE DERECHO DEL TRABAJO Y DE LA SEGURIDAD SOCIAL*. Buenos Aires: LA LEY.
- Eduardo Melinsky, D. S. (2022). ROL DEL ACTUARIO EN LOS SEGUROS PRIVADOS DE SALUD: ESQUEMA GENERAL Y EJEMPLOS EN ARGENTINA, COLOMBIA, BRASIL Y CHILE. CABA: UBA ECONÓMICAS .
- Finviz*. (s.f.). Obtenido de https://finviz.com/screener.ashx?v=111&f=ind_healthcareplans&o=ticker
- Goldschmit, O. C. (2018). *ORGANIZACIÓN Y FINANCIAMIENTO DE LA PROVISIÓN DE SALUD POR PARTE DE LA SEGURIDAD SOCIAL EN ARGENTINA*. Buenos Aires : Insituto Interdisciplinario de Economía Política de Buenos Aires.
- INDEC. (2023). *Índice de producción industrial manufacturero*. INDEC.
- Torviso, J. (Octubre de 2020). Clases 5 y 6 Valuación de Empresas. Riesgo, tasa de descuento y estructura de capital en la valuación por DCF. *Clases 5 y 6 Valuación de Empresas. Riesgo, tasa de descuento y estructura de capital en la valuación por DCF*. CABA, Argentina: UTDT.
- Díaz, M. L. (2020). La ineficiencia en la obras sociales nacionales: hacia un modelo integrado de distribución de riesgo. CABA, CABA: UTDT.
- Maceira, D. (2003). *Descentralización y Equidad en el sistema de Salud Argentino*.

- Méndez, F. A. (2006). *MATEMÁTICA FINANCIERA Y ELEMENTOS DE CÁLCULO ACTURIAL* .
San Miguel de Tucumán: Universidad del Norte Santó Tomás de Aquino.
- Montejo, A. M. (2004). *Normativa contable para las obras sociales*. Buenos Aires : Ad-Hoc.
- Oggier, G. R. (2012). *Modelos de contratación y pago en salud ¿Integración vertical o terciarización de servicios?* Buenos Aires: Fundación Sanatorio Güemes.
- Pardo, N. S. (2018). *PRIVATE EQUITY* . CABA: UTDT.
- Robba, M. (31 de julio de 2015). El sistema de obras sociales Nacionales origen, desempeño y perspectivas. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Buenos Aires, Argentina: FLACSO.
- Web, D. L. (2021). LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE INVAP. CABA: Universidad Torcuato Di Tella .