

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE DO IMPACTO DE M&A NO SETOR DE SAÚDE DO BRASIL

Leonardo Calirman Wandersman

No. de matrícula: 1810812

Orientador: Maria de Nazareth Maciel

Junho de 2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE DO IMPACTO DE M&A NO SETOR DE SAÚDE DO BRASIL

Leonardo Calirman Wandersman

No. de matrícula: 1810812

Orientador: Maria de Nazareth Maciel

Junho de 2022

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Dedico este trabalho:

À minha família, que me apoiou desde sempre e me proporcionou que eu pudesse cursar essa graduação.

À meus amigos, dentro e fora da universidade, que sempre me apoiaram quando precisei deles.

À meus professores, que foram fundamentais para meu desenvolvimento ao longo do curso. Destaque para minha orientadora Maria de Nazareth Maciel, cuja ajuda foi imprescindível para a realização deste.

Sumário

1 – Introdução.....	6
2 – Conceito, Histórico Recente e Revisão da Literatura.....	8
3 – A Indústria do M&A	13
4 – O Setor de Saúde no Brasil.....	15
5 – O Impacto do M&A na Consolidação do Setor de Saúde	28
6 – Conclusão.....	38
7 – Referências Bibliográficas	40

Tabelas

Tabela 1: Leitos por mil habitantes por estado.....	17
---	----

Gráficos

Gráfico 1: Gastos com saúde x população acima de 65 anos.....	16
Gráfico 2: Leitos por mil habitantes:	18
Gráfico 3: Distribuição regional das unidades de medicina diagnóstica.....	20
Gráfico 4: Unidades de medicina diagnóstica.....	21
Gráfico 5: Equipamentos de medicina diagnóstica.....	22
Gráfico 6: Exames x mil beneficiários por tipo de exame	22
Gráfico 7: Casos de câncer por ano no Brasil (em milhares)	23
Gráfico 8: Faturamento do setor farmacêutico em R\$ bilhões	24
Gráfico 9: Faturamento da indústria farmacêutica em R\$ bilhões	25
Gráfico 10: Taxa de cobertura	26
Gráfico 11: Cobertura dos planos exclusivamente odontológicos em milhões de vida..	26
Gráfico 12: Planos exclusivamente odontológicos.....	27
Gráfico 13: EV/Leito médio anual (R\$'000)	30
Gráfico 14: EV/Receita médio anual	33

1. Introdução

O objetivo dessa pesquisa se trata de entender o quão impactante foram os processos de fusão e aquisição no setor de saúde no Brasil. Buscaremos entender como eles se refletem, tanto de forma macro para o setor na totalidade, como de forma micro, como impacta as empresas individualmente. Também iremos nos direcionar a entender como é o impacto disso para a saúde da população. Para uma melhor compreensão do todo, analisaremos o impacto por região, de forma a entender comparativamente quais foram mais afetadas e como isso pode ser explicado.

Para analisar o setor de saúde, iremos nos ater, além de seus aspectos gerais, a 5 subsetores inseridos dentro de seu amplo contexto: hospitalar, medicina diagnóstica, oncologia, distribuição farmacêutica e odontologia. Com relação às fusões e aquisições, iremos focar em analisar aquelas realizadas por empresas de capital aberto desses setores, visto que há mais informações disponíveis sobre elas.

Nosso objetivo aqui é entender como o processo de consolidação do setor de saúde através de fusões e aquisições se deu e os impactos econômicos e sociais dele para a evolução do setor.

No capítulo 2, iremos trazer o conceito de M&A (Mergers and Acquisitions), falar rapidamente de seu histórico no setor de saúde e revisar a literatura sobre o assunto, além de trazer também um pouco da literatura de análise do setor de saúde. No capítulo seguinte, falaremos da questão regulatória e jurídica por trás dos processos de M&A no Brasil. Em seguida, iremos fazer uma análise do setor de saúde no Brasil, abordando seu funcionamento e tendências conforme o que se viu nos últimos anos, passando por todos os subsetores mencionados acima, de forma a ter melhor compreensão para que possamos abordar o impacto das fusões e aquisições em sua estrutura. No Capítulo 5, será feita a análise de fato do impacto de M&A no mercado de saúde, levando em conta: atuação dos principais players, múltiplos do setor,

impacto macroeconômico e microeconômico e diferenças regionais. Por fim, a conclusão será feita no capítulo 6, consolidando as ideias trabalhadas anteriormente. No capítulo final estarão listadas as referências utilizadas.

2. Conceito, histórico recente e revisão da literatura

M&A (Mergers and Acquisitions) consiste em um investimento, uma forma de alocar capital visando retorno. Para que ele aconteça, é necessário, inicialmente, uma análise da empresa a ser adquirida. Nesse processo, geralmente é se projeta os rendimentos futuros potenciais da empresa e se estima seu valor por meio de uma valuation, geralmente tendo como base os fluxos de caixa futuros. A partir desse valor, é negociada a compra da empresa, se buscando um valor que tanto o vendedor quanto o comprador considerem como justo pelo quanto entendem que vale a empresa e o quanto acreditam que podem gerar a partir dela. Após concluída a negociação, é feita uma diligência, verificando as informações passadas com relação à empresa-alvo e sua negociação, de forma a verificar os riscos da compra antes de concluí-la de fato.

Nesse processo, as barreiras para o negócio se concretizar podem estar na avaliação, na negociação ou na parte jurídica, mas principalmente na segunda. Definir um valor que agrade ambas as partes não é necessariamente fácil, e por vezes a negociação pode se estender para não apenas valor monetário, mas também pagamento em ações. O processo de Due-Diligence também pode ser um entrave em alguns casos, devido a possíveis dificuldades de comprovar informações importantes que foram passadas sobre a empresa a ser adquirida.

Diversas podem ser as motivações para se realizar uma fusão e aquisição, Bower (2001) divide em 5. Pode ser uma forma de ampliar o Market Share de forma a utilizar a capacidade ociosa, uma oportunidade de expandir geograficamente a área de atuação da empresa, uma busca por ampliar o leque de produtos e mercados em que a empresa atua, um investimento no P&D da empresa adquirida ou uma porta de entrada para uma nova indústria em ascensão. Qualquer que seja o caso, nem sempre serão geradas sinergias de forma a superar o valor que a empresa adquirida gerava por si só.

É importante também considerar que nem sempre o objetivo da fusão é esse, como argumenta Devos, Kadapakkam e Krishnamurthy (2008), ao analisar

se o retorno das ações reflete as sinergias. Eles apontam 2 tipos de fusões que podem não ser guiadas por sinergias: aquelas guiadas pelo mercado de ações e aquelas cujo objetivo é a diversificação. No primeiro caso, seria por se aproveitar da sobrevalorização do mercado das ações da companhia combinada, e em muitos casos da sobrevalorização das próprias ações para usá-las como moeda de compra na aquisição, por isso esse tipo de fusão é mais comum em transações pagas com ações, por isso é importante analisá-las separadamente. Já no caso de diversificação, a aquisição pode ser feita por vários motivos além da sinergia, como para diversificar risco e proteger capital humano.

Ao se buscar verificar o impacto dos processos de M&A e o quão bem sucedidos eles são naquilo que geralmente objetivam (a criação de sinergias), existem diferentes formas de medir o sucesso ou não das fusões e aquisições. Em Andrade, Mitchell e Stafford (2001), se utiliza o preço das ações, observando tanto os impactos no curto quanto no longo prazo no retorno da aquisição, com ambas levando a mesma conclusão de que as fusões criam valor para os acionistas da firma combinada.

Já Pinto Jr. e Looty (2005), em sua avaliação dos impactos dos processos de fusão e aquisição no setor de energia nos anos 90, utilizam 5 variáveis: vendas, lucro líquido, ativos, dividendos e número de empregados, e derivaram a partir delas também as razões lucro líquido / vendas e lucro líquido/número de empregados. No entanto, a análise deles não incluía variáveis macroeconômicas como forma de controle, o que fez com que na conclusão fosse necessária uma ressalva aos resultados positivos obtidos por eles se darem num contexto de expansão econômica.

Existem também outras formas de medir as sinergias criadas, como em Matias & Pasin (2001), em que se utiliza o custo dos produtos vendidos e as despesas administrativas gerais, sendo o indicador a evolução dessas duas variáveis proporcionalmente a receita líquida, além da rentabilidade do patrimônio líquido, por entender que esses indicadores seriam os que melhor refletiriam as sinergias, e os outros serem mais difíceis de mensurar. Só que nem sempre os 2 indicadores usados coincidiam no impacto que sofreram da

transação, sendo em muitos casos o efeito positivo sobre um e negativo sobre outro.

Na mesma linha, Gugler, Mueller, Yutoglu e Zulehler observam que é possível chegar a conclusões opostas sobre as fusões dependendo indicador utilizado, uma vez que a maioria delas resulta em lucros maiores do que os projetados, mas uma porcentagem semelhante resulta em vendas menores do que as projetadas. No caso entendemos que o lucro é um indicador melhor para avaliar o sucesso da transação, uma vez que é nele que se busca retorno pelo valor dispendido na aquisição.

Ao analisar as empresas adquirentes, iremos observar principalmente os indicadores de receita e Ebitda, além de algumas métricas operacionais, como o número de leitos no caso das redes hospitalares. Dessa forma, nossa análise não se torna dependente da hipótese do mercado eficiente como aconteceria se observássemos a variação no preço das ações, uma vez que seria necessário supor que num curto horizonte de tempo o valor das ações já reflete os ganhos futuros da operação. Pela disponibilidade de dados maior, ficaremos restritos a empresas de capital aberto, da mesma forma que os trabalhos que usam o preço das ações como parâmetro de retorno do M&A

Além disso, como acontece em Pinto Jr e Looty (2005), buscaremos contextualizar os números obtidos pelo contexto macroeconômico. Para isso, as variáveis a serem levadas em conta no caso são o crescimento do PIB, a taxa de inflação e a Selic no ano em que a Fusão foi realizada.

Há também no processo de M&A certo impacto que depende do tamanho da empresa, uma vez que isso afeta a capacidade de M&A, como se assume em Trichterborn, Aufseß e Schweizer (2015), que usa o tamanho da empresa como controle justamente por isso. Também demonstram como a experiência em M&A afeta a capacidade e desempenho em M&A, pelo fator aprendizado, o que também favoreceria empresas maiores, uma vez que elas tendem a ser mais experientes em M&A e teriam mais aprendizado. Em nossa análise, esse fator não será considerado, já que optaremos por uma análise por meio de múltiplos,

permitindo assim a comparação na aquisição de empresas tamanhos diferentes, por observamos a relação entre seu valor na aquisição e seu rendimento (ou alguma outra métrica).

Existem também estudos que comparam M&As verticais, horizontais e conglomerados, como é feito, por exemplo, em Hoffmann, Vieira, Menezes (2017). No entanto, não faremos essa divisão aqui, por entender que, no fim, todos esses processos de fusão e aquisição objetivam aumentar seus ganhos pela geração de sinergia (com as 2 exceções feitas acima de casos onde podem haver outros interesses além de sinergias)

No Brasil, em especial, esse processo tem se tornado cada vez mais frequente, tendo crescido em mais de 4 vezes o número de transações entre 1995 e 2016, como mostra Ukon, Korre, Ayres e Jorge (2017), que destaca o aumento não só em quantidade das transações, mas como também em seu tamanho e complexidade. Esse processo tem impacto ainda maior em determinados setores, como é o caso da saúde, por exemplo, setor bastante pulverizado no Brasil que vem passando por uma consolidação, somando em 2020 mais de 60 fusões e aquisições, movimentando mais de 1 bilhão de dólares no processo.

Nos últimos anos, o setor de saúde foi justamente o que mais se destacou nesse processo. De acordo com dados do S&P Capital IQ, o setor responde por 14% dos processos de fusão e aquisição entre 2014 e 2019, e o número deles passou de 9 em 2014 para 39 em 2019, crescendo, em média, 34%, mais do que qualquer outro.

As fusões e aquisições são uma das principais formas de se alocar capital de forma a gerar valor. Por isso, buscaremos verificar o impacto que esses processos podem ter para um setor. Dessa forma, buscaremos contribuir com a literatura de M&A no Brasil, utilizando para isso as melhores alternativas presentes na ampla literatura sobre o tema.

Nossa análise de M&A se dará por seu impacto no setor de saúde, considerando os impactos ao nível nacional, regional e de cada empresa. Para

isso, analisaremos também o estado atual do setor juntamente aos impactos das fusões e aquisições sobre ele. O relatório do Cade de Atos de Concentração nos Mercados de Planos de Saúde, Hospitais e Medicina Diagnóstica (2022), traz a informações detalhadas do setor e de seus movimentos de fusão e aquisição até 2021. No entanto, buscaremos analisar como o setor é afetado pelas transações observando o impacto dissipado por região.

Entre os motivos da expansão do setor privado na área de saúde, está a ineficácia do sistema público em tornar efetiva sua cobertura universal e integral estabelecida constitucionalmente, conforme argumenta Zocratto (2014). Nossa análise se dará sobretudo com relação ao setor privado, por ser nele que se dão os movimentos de fusão e aquisição.

Em Andrade et al (2015) é feita uma análise bastante detalhada do setor de saúde suplementar do Brasil em 2013, trazendo os números de cada estado e montando sua estrutura de concorrência. Nossa análise setorial será mais ampla, trazendo panorama do setor de saúde como um todo e dos subsetores hospitalar, diagnóstico, oncológico, odontológico e distribuidor farmacêutico, porém sem entrar nas minúcias de algum deles.

Feita a análise do setor, buscaremos entender o impacto das fusões e aquisições sobre ele. Alguns trabalhos na área como Oliveira, Menezes, Ribeiro, Gonçalves e Souza (2021) abordam o tema, mas focam mais na parte regulatória e no papel do Cade no processo. Nosso trabalho buscará entender de forma mais direta possível os impactos no mercado e como eles se refletem socialmente, uma vez que o mercado de saúde é um dos mais fundamentais nesse aspecto.

Nossa análise do impacto do M&A levará em conta impacto agregado no mercado, múltiplos do setor, performance individual das empresas listadas adquirentes e impacto em suas regiões de atuação.

3. A Indústria do M&A

No Brasil, processos de Fusão & Aquisição são regulados pela lei n.º 6.404/76 no capítulo XVIII seção II, dividindo entre fusão, incorporação e cisão. O art. 223 estabelece a competência do processo, indicando como devem ser tratadas sociedades criadas por meio desses processos. O art. 224 estabelece as condições para fusão, incorporação ou cisão que devem ser firmadas em protocolo e o art. 225 o que deve contar na justificação do processo. A legislação também estabelece que o valor de patrimônio convertido em capital social deve ser, ao menos, equivalente ao montante de capital a realizar, e dá poder a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para estabelecer normas especiais para avaliação e contabilização em casos que envolverem companhias abertas.

A legislação também é responsável por diferir os processos entre si, o que faz nos artigos 227, 228 e 229. Incorporação consiste no processo em que uma sociedade incorpora o patrimônio de outra, extinguindo-a, de forma que apenas a sociedade incorporadora permanece. Já fusão se trata do processo em que as empresas envolvidas formam uma nova sociedade, extinguindo as que existiam anteriormente. Por fim, cisão se dá quando uma companhia transfere todo ou parte de seu patrimônio para uma ou mais outras sociedades. O conceito de aquisição, não definido pela lei, se difere desses uma vez que nesse processo há compra total ou parcial de uma empresa sem que a adquirida seja necessariamente extinta, podendo ela manter ou não sua personalidade jurídica.

Além da citada, há também a lei n.º 9.249 / 1995 que estabelece no artigo 21 como deverá ser feito o balanço das empresas que tiveram patrimônio absorvido por conta desses processos. Ele deve ser levantado até 30 dias antes do evento e a declaração de rendimentos correspondente ao período transcorrido durante o ano deve ser apresentada até fim do mês seguinte a realização do processo.

Os processos de M&A tem a supervisão do CADE, órgão que compõe o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC). A atuação do órgão é

regida pela lei n.º 12.529/2011, estabelecendo seu papel de garantir a concorrência fiscalizando e reprimindo abusos de poder econômico. A legislação estabelece como infrações tentativas de prejudicar a livre concorrência, domínio de mercado relevante, aumento arbitrário de lucros ou exercício de forma abusiva de poder dominante. A posição dominante é estabelecida pelo poder de alterar de forma unilateral ou coordenada as condições do mercado, ou por controle de 20% ou mais do mercado, podendo esse percentual ser alterado dependendo do setor da economia. Sendo assim práticas anticoncorrenciais ficam proibidas pelo CADE, o que inclui fusões e aquisições que resultariam no controle muito grande de um setor por parte de uma companhia.

4. O Setor de Saúde no Brasil

O Sistema de Saúde Brasileiro é misto, apresentando financiamento público e privado, com os gastos privados correspondendo a 59,1% do gasto total com saúde em 2019, que equivalia a 9,6% do PIB, de acordo com dados do Banco Mundial. Nos EUA, por exemplo, esses gastos chegam a 16,8% do PIB, sendo 49,2% privados.

O sistema público é representado pelo SUS que cobre gratuitamente 100% da população, com assistência integral. O Sistema foi criado em 1988 pela constituição que entrou em vigor no ano, sendo instituído pelo seu artigo 196. Seu financiamento se dá pelas três esferas federativas, sendo feito com recursos federais, estaduais e distritais/municipais.

Nosso foco aqui será o setor privado de saúde no Brasil, uma vez que ele é o responsável pelos movimentos de fusão e aquisição, e é quem sofre suas consequências.

De acordo com dados da ANS, 25,2% da população brasileira é coberta por planos de saúde, sendo que o número de beneficiários cresceu, em média, 1% desde 2008. No entanto, a cobertura varia bastante regionalmente, sendo superior à média em todos estados do Sudeste, atingindo 42,3% da população em São Paulo, enquanto é inferior a 20% nos estados do Norte e do Nordeste, sendo de apenas 5,7% no Acre.

Esses dados mostram os desafios de se construir um sistema de saúde amplo num país com diferenças regionais tão significativas, algo que veremos novamente mais adiante quanto analisarmos os impactos dos M&As sobre o setor.

A população brasileira com idade superior a 65 anos passou de 4,3% da população em 1990 para 9,9% da população em 2021, e a previsão de acordo

com dados do IBGE é que chegue a 25,5% em 2060. Tais dados mostram uma das causas do aumento dos gastos em saúde nos últimos, que constituíam apenas 7,7% do PIB em 2012 e atingiram 9,6% em 2019, e devem seguir aumentando nos próximos anos, uma vez que gastos com saúde tendem a crescer conforme a idade aumenta. Segundo dados da ANS, um idoso com mais de 60 anos gasta 7,5 vezes mais em exames complementares do que um jovem com menos de 18 anos, e 6,9 vezes mais em internações. Observando dados do Banco Mundial de diferentes países, também se observa relação positiva entre população idosa e gastos com saúde, como pode ser visto no gráfico abaixo com 12 países selecionados.

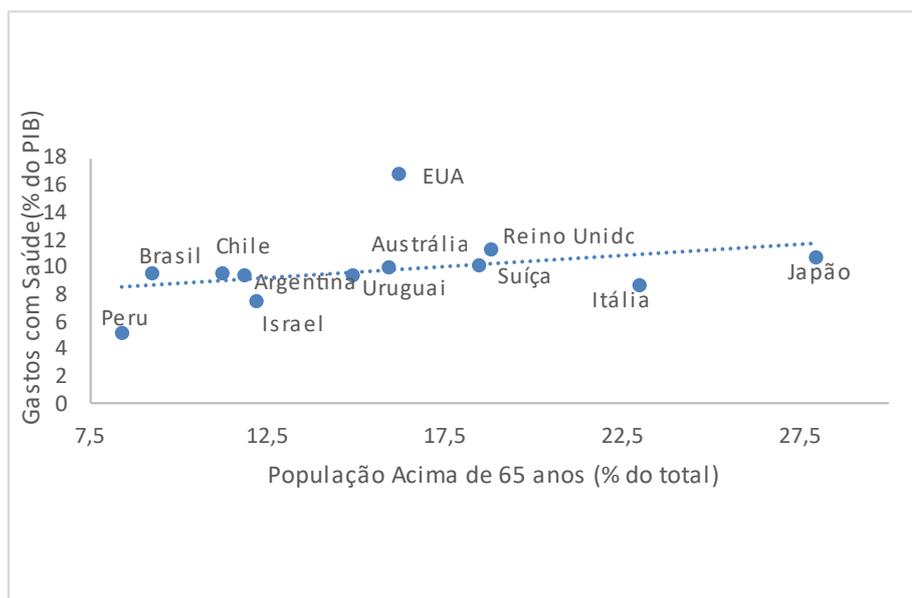


Gráfico 1; Fonte: Banco Mundial, dados de 2019

O envelhecimento da população e o aumento da expectativa de vida, que passou de 59 anos em 1970 para 76 anos em 2018, são motivos pelos quais se pode esperar que o mercado de saúde siga em expansão. Além deles, o aumento da oferta de crédito e do nível de renda nesse século, aumentando poder aquisitivo da população, são também aspectos a serem levados em conta na expansão do setor, conforme aponta relatório da PWC sobre o mercado de serviços de saúde no Brasil. O aumento do emprego formal também é um fator relevante, uma vez que faz com que a cobertura dos planos de saúde seja maior. Logo, com a expansão da economia, o consumo nesse setor deve crescer, e isso deve se dar de forma acima da média devido ao envelhecimento populacional, como ocorre no século XXI no Brasil.

Analisando o subsetor hospitalar, a média de leitos por mil habitantes é de 2,12 no Brasil, de acordo com os dados de CNES.

	Leitos por mil Habitantes	Leitos privados por mil Habitantes
GO	2,66	1,01
DF	2,62	1,14
RO	2,61	0,59
RS	2,61	0,84
PI	2,46	0,36
PE	2,41	0,60
RR	2,34	0,15
PR	2,31	0,69
PB	2,27	0,50
RN	2,23	0,46
CE	2,17	0,47
MT	2,16	0,55
SC	2,16	0,62
MA	2,14	0,26
MS	2,13	0,70
SP	2,06	0,85
RJ	2,05	0,81
ES	2,03	0,68
MG	2,03	0,67
BA	2,02	0,39
AL	1,95	0,34
TO	1,94	0,45
AC	1,78	0,19
PA	1,75	0,41
AM	1,49	0,20
AP	1,48	0,15
SE	1,43	0,38
Desvio Padrão	0,34	0,26
Total	2,13	0,65

Tabela 1; Fonte: CNES

No entanto, esse dado varia bastante por estado, sendo superior a 2,6 no Rio Grande do Sul, no Distrito Federal e em Goiás, enquanto é inferior a 1,5 no Acre e no Amapá.

Analisando apenas leitos privados, a taxa por mil habitantes chega a ser superior a 1 em alguns estados como Distrito Federal e Goiás, enquanto é inferior a 0,2 em Roraima, no Amapá e no Acre.

Também de acordo com dados do CNES, existem 6.420 hospitais no Brasil, sendo 49% nas regiões Sul e Sudeste, que concentram 56% da população brasileira.

Em 2020 haviam 6.300 hospitais, sendo 42% deles de administração pública, número similar a 2012, quando haviam 6296, porém apenas 34% deles eram públicos. No entanto, a participação do governo no número total de leitos caiu, passando de 37,5% em 2012 para 33% em 2020.



Gráfico 2; Fonte: CNES

O número de leitos por mil habitantes vinha caindo bastante na década de 2010, passando de 2,18 em 2012 para 1,95 em 2019, até voltar a subir em 2020, quando atingiu 2,12. Isso se deu devido à pandemia de COVID - 19, que fez com que se demandasse mais leitos para absorver as internações causadas pelo vírus SARS- CoV-2.

O setor hospitalar, diferente de outras partes da área de saúde, teve um impacto muito negativo com a pandemia de COVID -19, com a despesa média por saída hospitalar aumentando quase 20% já descontada a inflação, enquanto a receita líquida por saída hospitalar aumentou apenas 6%, de acordo com os

dados da SINHA/Anahp. Dessa forma a lucratividade dos hospitais foi bastante afetada.

As despesas do setor são constituídas principalmente por custo com pessoal e insumos, que contempla medicamentos, materiais e equipamentos utilizados no processo. Esses custos correspondem respectivamente a 37% e 26% das despesas do setor, somando em conjunto mais de 60% do total.

Com relação às receitas, vale destacar que medicamentos correspondem a mais de 25% de acordo com dados da Anahp, superando inclusive diárias e taxas, que correspondem a 23% das receitas. Outras receitas operacionais e materiais também são fontes bastante relevantes, sendo 19% e 18% das receitas respectivamente. Com relação às fontes pagadoras, planos de saúde correspondem a mais de 90% das fontes de receitas dos hospitais, enquanto o SUS é 6% e particulares apenas 3%.

Passando para o subsetor de medicina diagnóstica, trata-se da área que contempla exames laboratoriais e diagnósticos por imagens, incluindo entre seus serviços hemogramas, radiologia, densitometria, tomografia, ultrassonografia, ressonância, entre outros. Trata - se de um campo fundamental para a saúde por se tratar da forma menos invasiva de obter informações dos pacientes, não demandando cirurgia, sendo assim bastante capaz de auxiliar na prevenção de doenças e complicações de saúde.

Diferentemente do hospitalar, no qual a presença do SUS é extremamente significativa, a medicina diagnóstica é amplamente dominada pelo setor privado. Instituições privadas com fins lucrativos correspondendo a 92,4% dos estabelecimentos em junho de 2021, enquanto as públicas a apenas 5,6%, Instituições privadas sem fins lucrativos e pessoas físicas correspondem ao restante das instituições.

Sendo dominado pelo setor privado, é possível observar o impacto de grandes grupos no setor, com as 4 empresas listadas na bolsa, Dasa, Fleury, Alliar e Hermes Pardini detendo em torno de 1/3 do mercado, conforme

apontam estudos das próprias companhias, mas analisaremos esse aspecto mais para frente quando observamos o impacto do M&A no mercado.

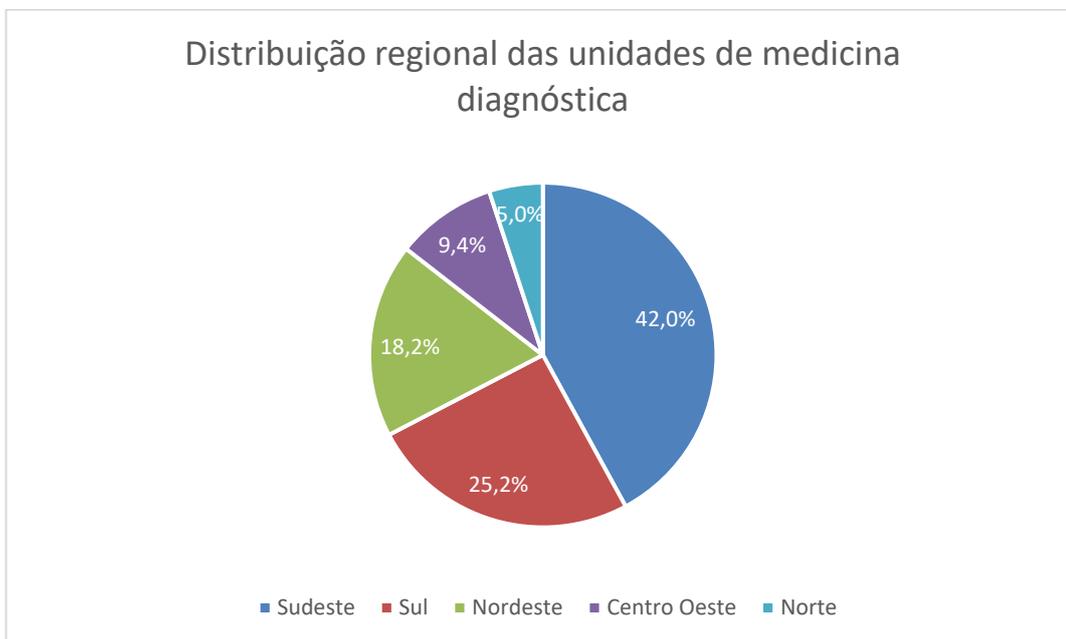


Gráfico 3; Fonte: CNES

Regionalmente, pode se observar concentração das unidades na região Sudeste, com 42% das unidades, porém esse percentual é proporcional a população residente na região, enquanto na região Sul o percentual é quase o dobro da proporção da população que mora na região. Já na região Norte, se observa menor penetração, com percentual sendo levemente maior do que metade da proporção da população residente na região.

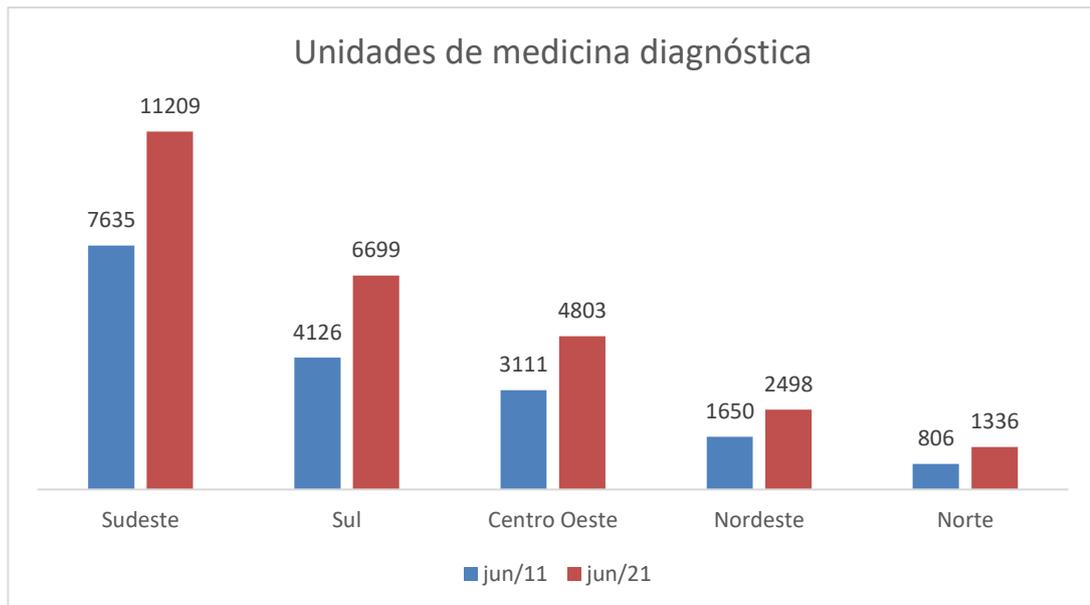


Gráfico 4; Fonte: CNES

Entre 2011 e 2021, a região Sudeste foi a que menos cresceu proporcionalmente em unidades de saúde diagnóstica, enquanto a região Norte foi que a mais cresceu proporcionalmente. Isso provavelmente se deve a penetração mais alta na primeira em 2011, enquanto na segunda a penetração era extremamente baixa, havendo maior espaço para crescimento. Deve-se ressaltar, contudo, que, apesar de ser um indicador relevante, o número de unidades não traduz perfeitamente o volume de procedimentos realizados. Outro ponto a se destacar é que o percentual de municípios com no mínimo uma unidade de diagnose passou de 47,8% para 64%, conforme aponta o painel da Abramed 2021 que fez esse levantamento da evolução durante a década.

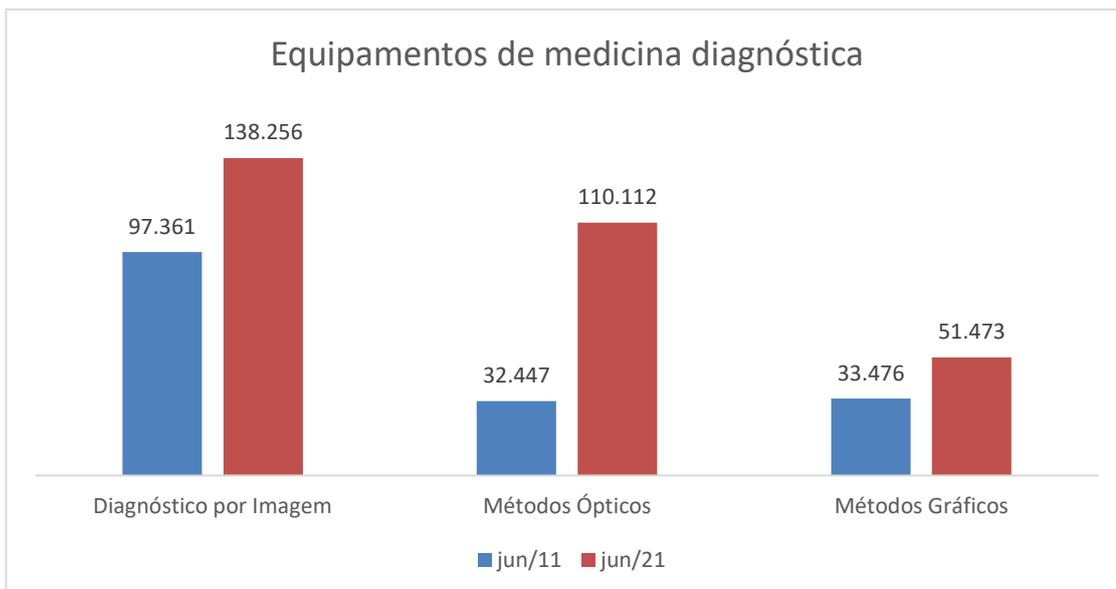


Gráfico 5; Fonte: CNES

Se destaca também crescimento dos equipamentos utilizados no setor, sendo o maior destaque para os equipamentos de métodos ópticos, que incluem Endoscópio, equipamentos para optometria e laparoscópico. Vale ressaltar que, além da forte presença em Unidades de Medicina Diagnóstica, esses equipamentos estão muito presentes em hospitais diversos e clínicas/ambulatórios especializados.

Na comparação com a média da OCDE, o número de equipamentos por 100 mil habitantes fica abaixo tanto para ressonância magnética como para tomografia computadorizada, com os índices sendo 1,3 e 2,4 no Brasil, respectivamente, contra 1,7 e 2,7 nas médias da OCDE.

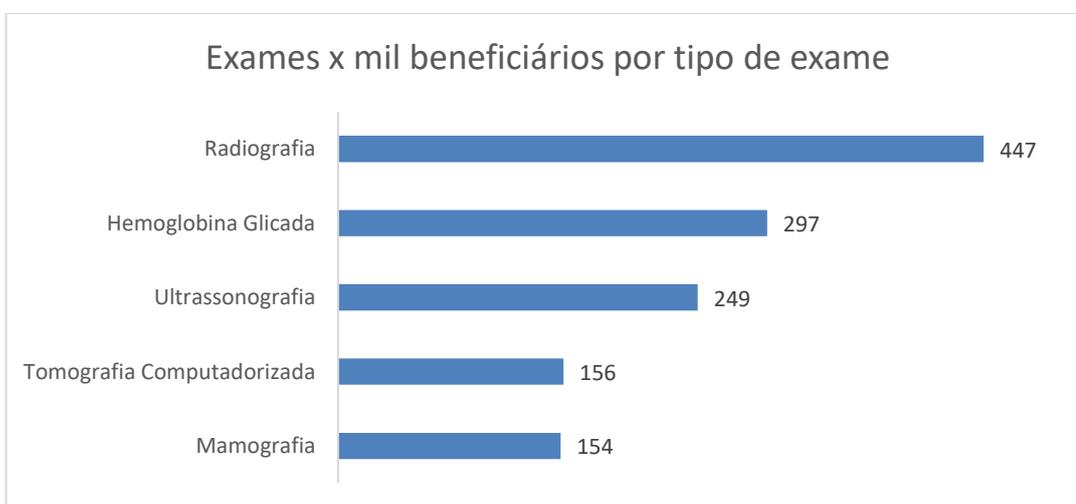


Gráfico 6; Fonte: ANS

Entre os exames realizados, os que mais se destacam são a radiografia, hemoglobina, ultrassonografia, tomografia e mamografia de acordo com dados da ANS. Também aparecem entre os mais feitos, Citopatologia, endoscopia e densitometria.

Próximo subsetor do qual trataremos é o da oncologia, que merece destaque uma vez que se torna cada dia mais relevantes, já que com o envelhecimento da população e novos hábitos de estilo de vida, se criam condições para que mais casos de câncer se desenvolvam

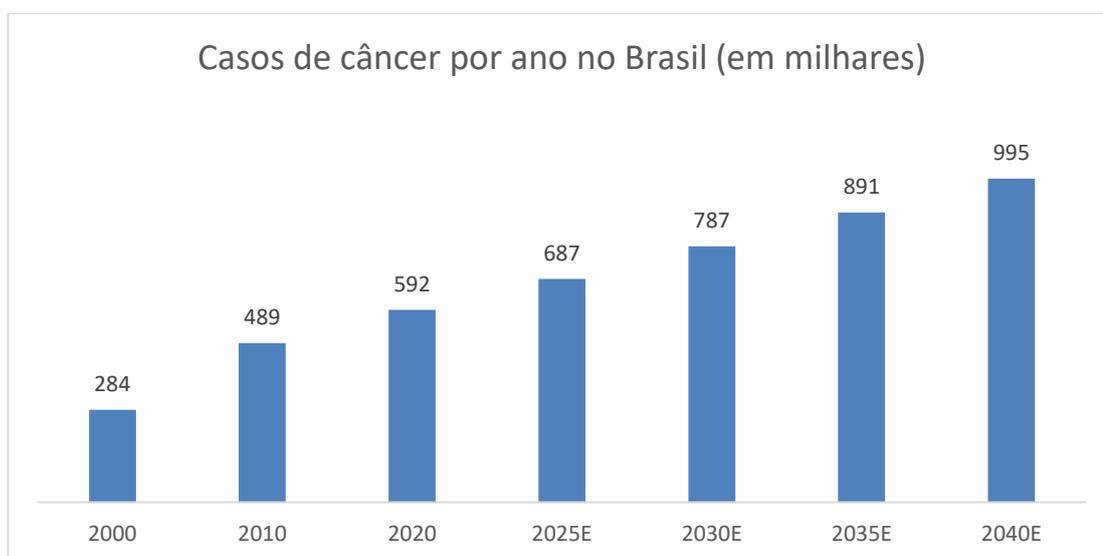


Gráfico 7; Fonte: IARC

Os casos cresceram 108% no Brasil nos últimos 20 anos, e a estimativa da IARC é que cresçam 68% nos próximos 20 anos. O reflexo pode ser visto nos procedimentos oncológicos realizados, entre cirurgias, quimioterapias e radiologias, que aumentaram 69% entre 2013 e 2019, de acordo com dados do Datasus.

De acordo com levantamento da Interfarma, foram gastos R\$68,2 em tratamento com câncer em 2017, sendo 18,9 bi gastos diretos com tratamento oncológico. Nota-se uma preponderância do setor privado nesse subsetor observando a composição dos gastos diretos, já que apenas 23% deles são do SUS, o restante 77% é do sistema privado de saúde. 41% dos gastos diretos são direcionados a quimioterapia e 33% a procedimentos hospitalares, o que inclui

cirurgias. O restante dos gastos é direcionado a radioterapia, diagnósticos, procedimentos clínicos, hormonioterapias, entre outros procedimentos.

A partir de agora entraremos no setor de distribuição de medicamentos. Com o envelhecimento populacional e crescimento do setor de saúde, os gastos com medicamento acabam por ser bastante afetados. É importante esclarecer que escolhemos esse setor para análise, por ele ter sido mais afetado pelos processos de fusões e aquisições nessa década, enquanto o setor de produção farmacêutica foi afetado principalmente nos anos 2000 no Brasil, com a consolidação do mercado sendo feita principalmente pela Hypermarchas. Nos anos 2010, se destaca bem mais a consolidação da distribuição farmacêutica, com ampla atuação da Viveo e da Elfa na aquisição de empresas.

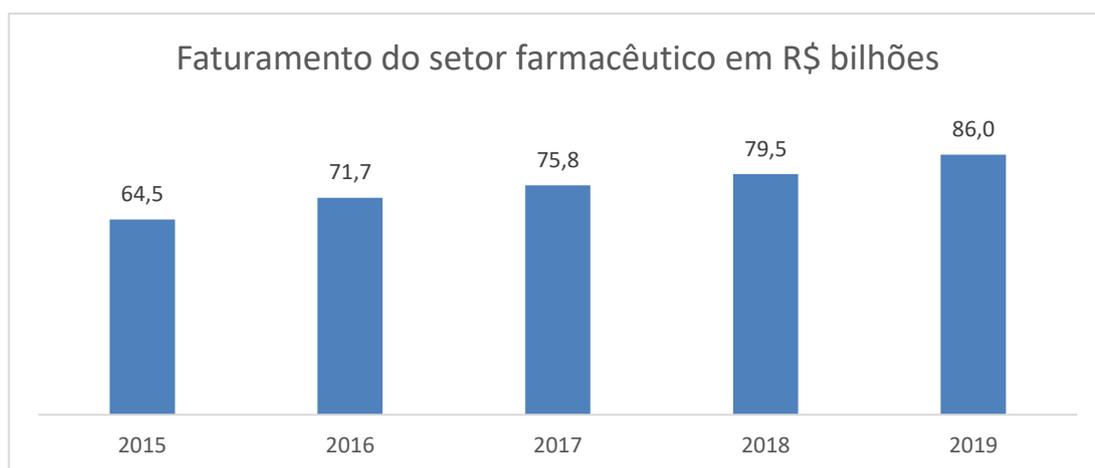


Gráfico 8; Fonte: CMED / Anvisa

O faturamento do setor farmacêutico cresceu 33% entre 2015 e 2019, enquanto o volume de embalagens comercializadas cresceu 34% nesse período, de acordo com dados de CMED e da Anvisa elaborados a partir de relatórios de comercialização enviados pelas empresas. A distribuição se destaca bastante na indústria farmacêutica por 2 motivos: logística e preço. A especialização das distribuidoras permite que elas consigam lidar com o trâmite logístico que seria extremamente oneroso para os laboratórios. Já a compra em larga escala de medicamentos e materiais permite que tenham maior poder de barganha e possam negociar preços menores.

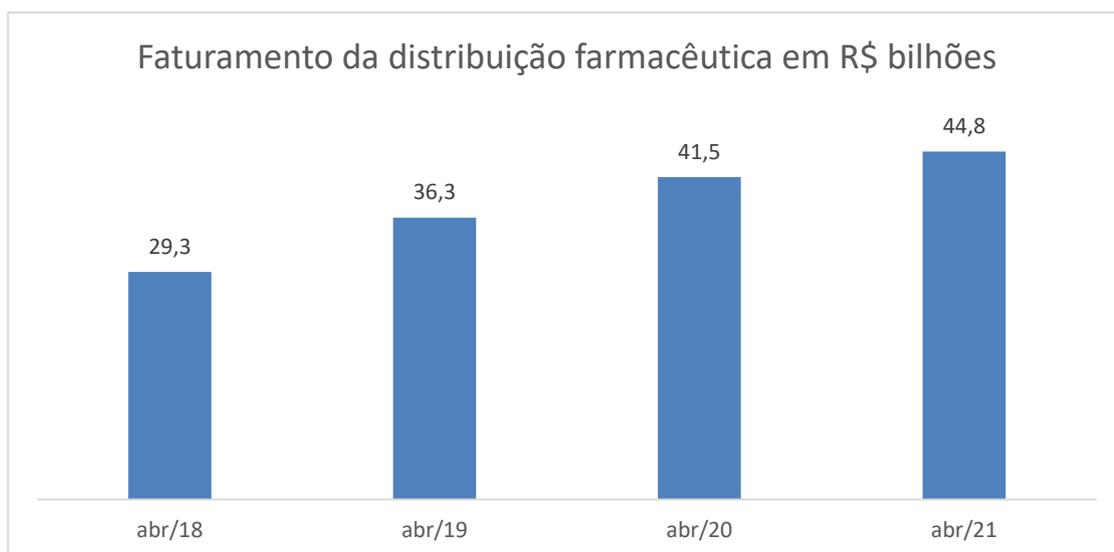


Gráfico 9; Fonte: Abradimex

O mercado institucional farmacêutico, que corresponde a parte comercializada pelos distribuidores, aumentou 53% entre 2018 e 2021, crescendo em média 10,3% ao ano, de acordo com dados da Abradimex. 44% das vendas são direcionadas a instituições, com o setor privado compondo o resto, sendo 49% clínicas e hospitais.

A região Sudeste é preponderante nas distribuições, correspondendo a 42% do faturamento do mercado, a região Centro - Oeste vem em segundo, com 27% da receita do setor, impactada principalmente pelo setor público, que equivale 80% do faturamento na região, devido à Brasília, onde se localiza o Governo Federal, que tem uma demanda significativa de medicamentos devido ao sistema público de saúde.

Por último, analisaremos aqui o segmento de odontologia. Nos últimos 5 anos, enquanto a cobertura dos planos de saúde de assistência médica se encontra estagnada, a de planos de saúde exclusivamente odontológicos cresceu significativamente.

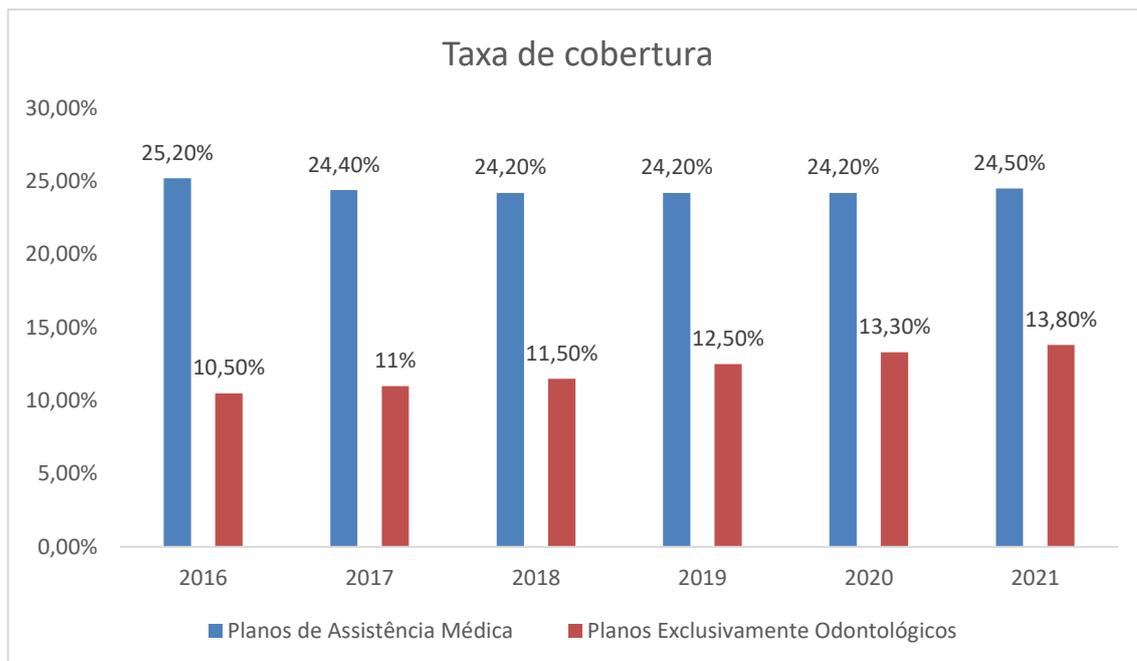


Gráfico 10; Fonte: ANS

A cobertura atual varia bastante entre as regiões, sendo 19,6% no Sudeste, 11% no Centro - Oeste, 9,9% no Sul, 9,6% no Nordeste e 7,3% no Norte. Dessa forma se observa que o mercado é mais estabelecido no Sudeste, mas mesmo lá a cobertura é muito inferior a países em que esse setor é mais consolidado como os EUA, onde a cobertura é de 50,2%, de acordo com dados do CDC.



Gráfico 11; Fonte: ANS

O Número de vidas cobertas pelos planos exclusivamente odontológicos cresceu 33% entre 2016 e 2021, porém quando se analisa a quantidade de planos no setor, se percebe um movimento bem diferente.

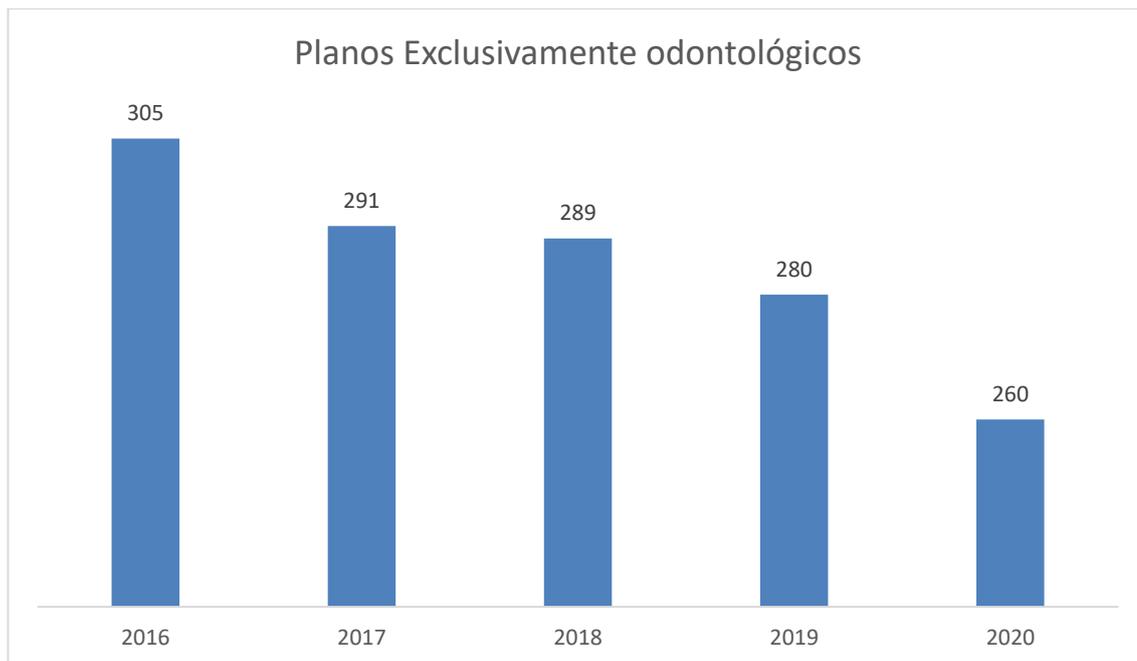


Gráfico 12; Fonte: SIB/ANS/MS

Se observa que o número de operadoras exclusivamente odontológicas está em queda consistente desde 2003, quando haviam 478 operadoras na modalidade. Essa queda mesmo com o crescimento do setor, mostra a concentração desse mercado que está acontecendo. Isso se dá principalmente pela consolidação do mercado odontológico por meio de fusões e aquisições, com a Odontoprev, maior empresa do setor, se destacando nesse quesito, mas trataremos disso mais adiante.

5. O Impacto do M&A na Consolidação do Setor de Saúde e diferenças regionais.

O setor de saúde tem sofrido grande impacto dos processos de M&A nos últimos anos, sendo o setor em que o número de aquisições mais cresceu desde 2014 conforme visto anteriormente. Para entender o impacto, iremos analisar como se deu esse processo em cada subsetor afetado. Devido a maior disponibilidade de informações, analisaremos o impacto a partir dos atos de empresas de capital aberto do setor. Sendo assim, escolhemos os subsetores onde existem empresas de capital aberto atuando ativamente em processos de fusão e aquisição. São eles: o hospitalar, bastante movimentado por Rede D’or, Hapvida, NotreDame Intermédica, Dasa e Kora Saúde, o de medicina diagnóstica, no qual Fleury, Dasa, Hermes Pardini e Alliar são bastante atuantes, o de oncologia, com bastante movimento da Oncoclínicas na consolidação, o de distribuição farmacêutica, com forte atuação da Viveo e o de odontologia, no qual a Odontoprev é bastante relevante.

Analisando primeiramente o setor hospitalar, as fusões e aquisições se mostram bem relevantes nesse setor, sendo o que tem mais players grandes envolvidos. A Rede D’or, Hapvida, NotreDame Intermédica e Dasa são os principais players responsáveis pela consolidação do mercado hospitalar, além da Amil que não analisaremos por não ser listada na bolsa. Além dessas, há também a Kora Saúde, empresa listada que atua também na consolidação do setor hospitalar, embora ainda menor do que as outras citadas, e a Mater Dei, que, embora listada, não teve um papel relevante na consolidação do setor no período, por isso não entrará em nossa análise.

A Rede D’or foi fundada em 1977 como Cardiolab no Rio de Janeiro. Inicialmente o grupo era focado na área de medicina diagnóstica, passando a investir em hospitais apenas em 1998. Desde então se tornaram o maior grupo hospitalar do país, possuindo expressivos 8.946 leitos, com a maioria de suas unidades se localizando em RJ e SP, embora haja também presença em Brasília, Pernambuco, Maranhão, Bahia e Ceará dos hospitais e clínicas oncológicas da

rede. Entre 2010 e 2019 o grupo adquiriu 31 hospitais e 1 laboratório, somando mais de 3.700 leitos adquiridos, considerando apenas os números divulgados. Entre as aquisições, o múltiplo de leitos foi de R\$1,58 milhão por leito adquirido, em média, e o EV/Receita médio foi 1,5x. A receita da companhia foi de R\$20,3 bilhões de reais em 2021, crescendo, em média, 20,8% nos últimos 5 anos. Sua receita se correlaciona com o número de leitos em 0,99, o que ilustra como essa variável é importante para o resultado da companhia, e, porque sua estratégia de expansão, que passa muito por aquisições, faz bastante sentido.

A Hapvida, fundada em 1979, inicialmente atuou no setor hospitalar, se expandindo depois para a saúde suplementar e diagnóstico por imagem, atuando de forma verticalizada, buscando assim criar sinergias da combinação de planos, hospitais e clínicas. Possui 7.114 leitos em 2021, mas em 2019 possuía apenas 2.635, tendo crescido muito desde então. Entre 2011 e 2019, foram 4 aquisições no setor hospitalar, além de algumas de planos de saúde. O grupo atua em todo Nordeste, além de Amazonas, Para, Goiás e Santa Catarina. Seu eixo geográfico diferente de outras redes, mais focadas no Sudeste, deu a companhia bastante espaço de crescer, com sua receita atingindo R\$10,2 bilhão em 2021. Com relativamente poucas aquisições no período analisado, o grupo se fortaleceu mais por crescimento orgânico, o múltiplo de leito médio da Hapvida foi de R\$406 mil.

O Grupo NotreDame Intermédica (GNDI) foi fundado em 1968, inicialmente atuante em Rio de Janeiro e São Paulo. Suas operações foram expandidas para Paraná, Minas Gerais e Santa Catarina, e foi criada também uma divisão de seguradora, adotando uma estratégia de verticalização assim como a Hapvida. A partir de 2014, o controle do grupo foi assumido pela investidora Brain Capital, e passou a atuar cada vez mais na aquisição de hospitais. Atualmente conta com 4086 leitos, crescendo mais de 30% entre 2020 e 2021, quando passou a integrar o grupo Hapvida. Sua última receita registrada foi de R\$9,3 bilhões e suas aquisições tiveram um EV médio por leito de 1,08 milhão.

A Diagnósticos da América S.A. (DASA) atua desde 1968 na medicina diagnóstica, tendo presença nas regiões Sul, Sudeste, Centro - Oeste e Nordeste. No entanto, sua atuação setor hospitalar é mais recente e restrita a Rio de Janeiro, São Paulo e Brasília, embora já conte com 3.618 leitos em 2021. Sua atuação em aquisições nesse setor na década pode ser limitada a aquisição da Rede Ímpar em 2019, na qual adquiriu 1.800 leitos, porém pagando um EV/leito bem acima da média do mercado, de R\$5,55 milhão.

A Kora Saúde, embora menor do que as concorrentes citadas, surgiu em 2001 e já conta com 1766 leitos, receita de R\$1,2 bilhões e movimentos significativos de aquisição. A empresa busca ocupar espaço em praças menos ocupadas pelas grandes redes, atuando principalmente em Espírito Santo, Ceará e Tocantins, mas também tendo presença em Mato Grosso, Goiás e Distrito Federal. Seu EV médio por leito adquirido foi de R\$576 mil, o menor dos verificados juntamente com o da Hapvida, o que possivelmente é consequência dos lugares onde atuam e onde as aquisições foram feitas.

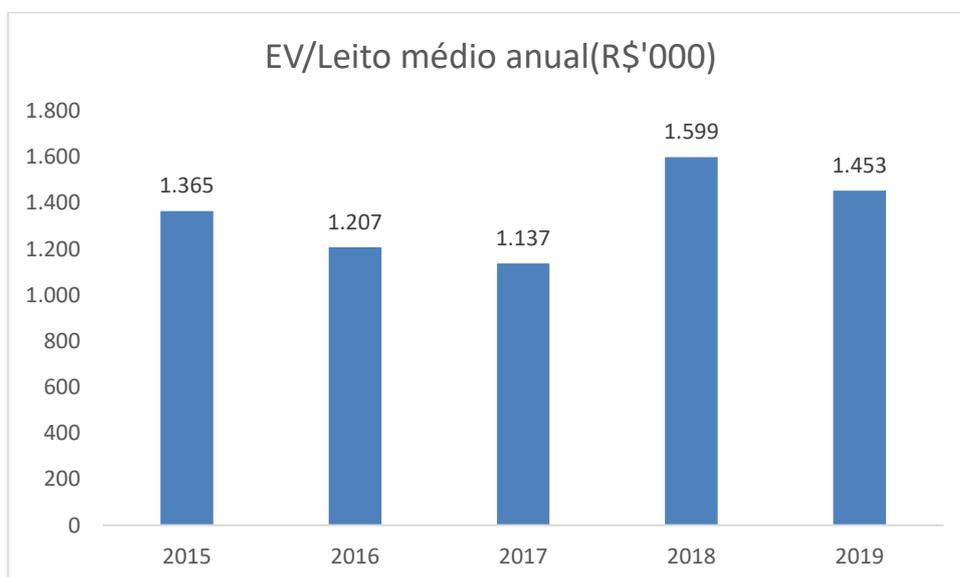


Gráfico 13

Ao longo de todo o período analisado, o EV/leito médio foi de 1.417, com os valores sendo menores entre 2015 e 2017. Uma possível causa para essa queda nesses anos foi seu cenário macroeconômico, havendo recessão em 2015 e 2016, além de alta na Taxa Selic, que só retornou a valores mais baixos em

2018. Analisando por região, os negócios com valores divulgados se concentram no Sudeste, cuja média por leito de EV foi de R\$1,388 milhão, havendo uma quantidade significativa também no Nordeste, onde a média foi de R\$1,556 milhão. Esses números permitem entender que, mais do que a região onde a aquisição é feita, o múltiplo é muito impactado por quem é o comprador. As compras da Rede D'or na Região Nordeste apresentam múltiplos maiores do que a Hapvida e da Kora Saúde, possivelmente por essas não terem uma política de aquisição tão agressiva quanto a Rede D'or e conseguirem negociar um preço melhor. A única aquisição com valor divulgado na Região Norte teve múltiplo de leito de R\$553 mil, enquanto a única na Região Sul teve um EV/Leito de R\$ 2.112, já na região Centro Oeste não houve aquisições com o valor divulgado de forma a permitir calcular o múltiplo. Vale por fim destacar como o número de aquisições nesse período foi ainda baixo na Região Sul, sendo possivelmente o preço um fator limitante na região, uma vez que a única transação com valor divulgado apresentou um múltiplo significativamente acima da média.

No setor hospitalar, o impacto efetivo pode ser medido, em parte, pela variação no número de leitos. De acordo com dados do CNES, a variação número de leitos na região Norte entre fevereiro de 2012 e março de 2013 foi de 6%, porém o número de leitos privados caiu 7% no período, refletindo o fator dessa região ainda ser menos visada pelo mercado hospitalar. No mesmo período, no Nordeste, onde houve uma ampla expansão principalmente por meio da Hapvida, mas movimentada bastante também pela Rede D'or, houve crescimento de 25% do número de leitos privados, embora o número de leitos totais tenha crescido apenas 3%, o que leva a entender que na região a expansão tem servido também de forma a substituir a oferta pública do serviço hospitalar pelo SUS. No Centro Oeste, houve o maior crescimento do número de leitos no período, 11%, que pode ser explicado, ao menos em parte, pela expansão da população da região, que cresceu 16,8% no período. O número de leitos privados cresceu 31% na região nesse período, refletindo o interesse que já existe por parte de algumas redes em expandir suas operações em estados da região e no Distrito Federal. Na região Sudeste, onde há bastante investimento das redes, houve a maior redução do número de leitos no período, 7%, porém o número leitos privados aumentou 3%, sendo a redução puxada pelo SUS. O

mesmo ocorre na Região Sul, onde também houve aumento de 3% no número de leitos privados, porém queda de 3% no número total de leitos, de forma que novamente essa redução se dá devido ao SUS. Esses dados mostram que o papel da iniciativa privada tem tido mais impacto onde sua penetração ainda era menor: Nordeste e Centro Oeste, enquanto nas regiões mais estabelecidas, Sul e Sudeste, o impacto marginal é bem menor. Por outro lado, a região Norte segue ainda sendo bem menos visada.

Passando para a consolidação no setor de Medicina Diagnóstica, se trata de um processo ligeiramente mais simples, uma vez que sua consolidação se dá basicamente por 4 players, todos de capital aberto: DASA, Fleury, Hermes Pardini e Alliar. Esses 4 grupos concentram um terço do mercado laboratorial de acordo com relatórios das empresas.

A Diagnósticos da América (DASA), já mencionada na análise do setor hospitalar, tem uma atuação diversificada na saúde, mas sua maior participação se dá na medicina diagnóstica, que corresponde por mais de metade de sua receita. A rede conta com mais de 900 laboratórios distribuídos por todas as regiões, exceto a Norte e teve uma receita de R\$10,4 bi em 2021. Suas aquisições no setor de medicina diagnóstica tiveram um múltiplo EV/Receita médio 2,5x entre os divulgados.

O Fleury foi fundado em 1927 como laboratório de análises clínicas em São Paulo, e iniciou seu processo de expansão em 2001. Atualmente conta 242 unidades, atuando em São Paulo, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Paraná, Bahia, Pernambuco, Rio Grande do Norte, Maranhã e Distrito Federal. Sua receita em 2021 foi de R\$3,8 bilhões, e, embora a maior parte dela seja fruto de laboratórios próprios da rede, eles também atuam de forma terceirizada prestando serviços para outros laboratórios e hospitais. Suas aquisições no período analisado contam com EV/Receita médio de 1,9x entre os divulgados.

O Hermes Pardini atua desde o final dos anos 50 no mercado de medicina diagnóstica. Atua tanto com rede própria como prestando serviços para outros laboratórios, possuindo 120 unidades no Sudeste e no Centro Oeste. Sua receita

em 2021 foi de aproximadamente R\$2 bilhões e seu EV/Receita médio das aquisições no período analisado foi de 1,1x.

A Alliar é um player mais recente desse mercado, surgindo em 2011 como resultado da fusão 4 empresas do setor de diagnóstico, que eram líderes no serviço nas cidades de Belo Horizonte, Juiz de Fora, Campo Grande e São José dos Campos. Contando com 120 unidades, busca diversificar sua distribuição geograficamente, tendo presença em todas as regiões, mesmo a maioria das unidades sendo no Sudeste. Sua receita em 2021 é R\$1,1 bilhão, e sua média de EV/Receita das empresas adquiridas no período analisado foi de 1,4x.

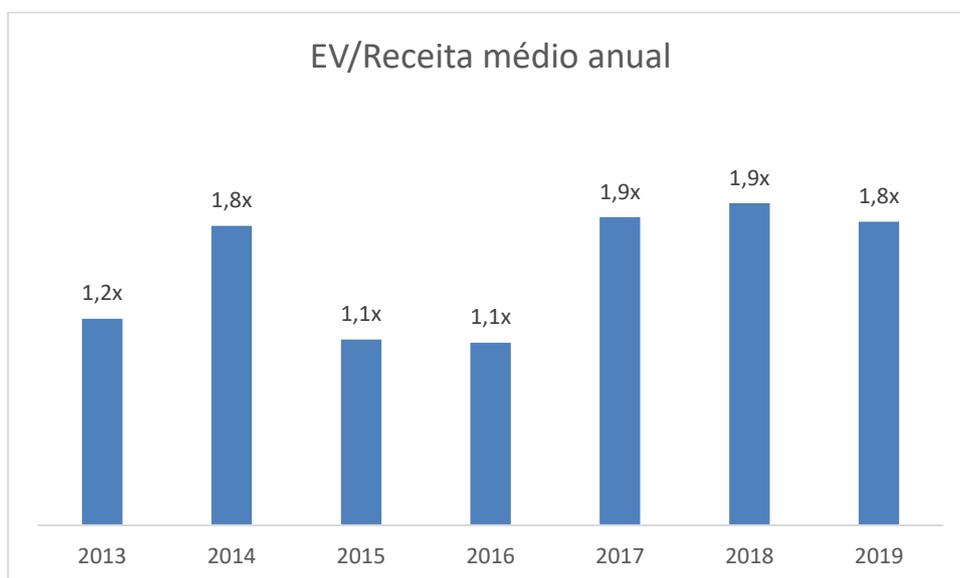


Gráfico 14

A média geral de EV/Receita das transações divulgadas foi de 1,5x, sendo 1,7x na região Sudeste, 1,5x na Região Nordeste e 1,1x na Região Centro Oeste, onde houve apenas 2 transações com valor divulgado. As menores médias de múltiplos se encontram em 2015 e 2016, anos em que o país viveu grandes variações negativas do PIB. No nosso recorte, não houve índices EV/Receita divulgados de transações nas regiões Sul e Norte. Pelos dados disponíveis, a região onde se localiza não parece influenciar muito o preço ao nível de múltiplo. O indicador médio por ano não apresenta variações tão significativas e conta com resultados muito próximos nos últimos 3 anos analisados. Vale perceber também que Dasa e Fleury, que contam com uma expansão mais

agressiva no setor e a fazem a mais tempo, tem médias de múltiplos em suas aquisições superiores a Hermes Pardini e Alliar, que adotaram essa estratégia mais tardiamente e ainda são players menores.

Conforme já visto na análise setorial, entre junho de 2011 e junho de 2021 a região onde o número de unidades de medicina diagnóstica mais aumentou foi a Norte, onde cresceram 65,7%, seguida pelo Sul com 62,4%, a explicação mais provável para o aumento maior nessa região era a penetração ainda baixa do setor em 2011. No Centro Oeste, o crescimento foi de 54,4%, no Nordeste de 51,4% e de 46,8% no Sudeste, sendo interessante notar que as 2 regiões onde mais houve processos de M&A foram as com menor aumento, de forma que a consolidação do setor não se reflete necessariamente em um aumento do número de unidades, podendo na realidade tornar um mercado mais concentrado.

Com relação ao impacto do M&A na ótica das clínicas oncológicas, trata-se de um subsetor que, embora menos relevante que os 2 citados anteriormente, se desenvolveu bastante na década. Há empresas voltadas especialmente para oncologia, como a Oncoclínicas, que abriu seu capital e foi inquestionavelmente o player mais importante para a consolidação desse subsetor.

A Oncoclínicas foi fundada em 2010, em Belo Horizonte, mas rapidamente expandiu sua área de atuação, atuando hoje em todos estados das regiões Sul e Sudeste, e também em, Bahia, Pernambuco, Sergipe, Goiás e Distrito Federal. As aquisições da companhia no período analisado são concentradas no Sudeste e em Brasília e nos anos de 2018 e 2019, apresentando múltiplo EV/Clínica médio de R\$19 milhões, de forma que esse é o custo médio de aquisição de uma clínica no período. Entre 2017 e 2021, suas receitas passaram de R\$791 mil para R\$2,17 milhões.

Analisando a média das taxas de mortalidade de câncer para as 5 principais localizações primárias mais frequentes, ajustadas por idade, por 100 mil habitantes, de acordo com dados do INCA, entre 2011 e 2020, se percebe diferenças significativas nas variações entre as regiões. Enquanto no Centro-Oeste, no Sudeste e no Sul, essa média caiu, respectivamente, 12%, 19% e 22%,

no Norte ela não variou significativamente e no Nordeste chegou a subir 2%. No entanto, mesmo com movimentos contrários no período, essa média segue sendo menor no Norte e no Nordeste do que em outras regiões. Nesse sentido, se deve considerar que há impacto significativo do fator idade e da evolução demográfica para que essa média varie de forma tão destoante ao longo da década no país. Mesmo assim, certamente existe também algum efeito do fato do setor estar mais consolidado em algumas regiões do que outras, especialmente no Sudeste, onde houveram mais processos de fusão e aquisição, e se vê uma queda significativa, embora a queda seja maior ainda no Sul, onde não se vê o mesmo volume de compras de clínicas oncológicas.

No que se refere ao setor de Distribuição Farmacêutica, existem 2 empresas que se destacam na consolidação do setor Viveo e Elfa, porém trataremos aqui apenas da primeira uma vez que a segunda não é de capital aberto.

Fundada em 1996, a Viveo é uma fabricante e distribuidora de materiais e medicamentos. Líder do segmento, apresenta centros de distribuição em todas as regiões do Brasil. Em 2017, adquiriram a Tecnocold em São Paulo a um EV/Receita de 0,1x e em 2018 adquiriram a Cremer em Blumenau a um EV/Receita de 0,8x. A partir de 2020, expandiram suas aquisições, com foco no Sul e no Sudeste, e algumas negociações pontuais em Brasília. Em 2017, sua receita foi de R\$1,97 milhão, e em 2020 já atinge R\$4,41 milhões.

As aquisições da Elfa também são bastante focadas nas regiões Sul e Sudeste, sendo esse subsetor bastante concentrado nessas 2 regiões. Observando os dados da Abradimex de abril de 2021, a região Sudeste corresponde a 41,5% do market share do mercado de distribuição farmacêutica, domínio expressivo que deriva, entre outros fatores da presença de distribuidores na região, principalmente com a consolidação deles por processos de M&A. A segunda região em market share é o Centro - Oeste, com 26,5% do mercado, mas 80% é do setor público, de forma que a presença de Brasília faz com que o tamanho do mercado da região seja um pouco distorcido. O Sul ainda conta com 15% do market share do subsetor, contra 14% do Nordeste, mesmo essa tendo quase o

dobro da população da região Sul, o que mostra o impacto da presença e distribuidores, cujos reflexos podem ser vistos na consolidação do setor que é bem mais presente na região Sul do que no Nordeste.

Por fim, há também o subsetor da odontologia, que diferente dos outros analisados, já estava bastante consolidado em 2010, principalmente devido a Odontoprev, o grande player na consolidação do setor, que fez diversas aquisições nos anos 2000, mais concentradas na região Sudeste. No entanto, na década de 2010 o mercado seguiu expandindo e se consolidando, mesmo que em menor nível.

A Odontoprev foi fundada em 1987 por um grupo de cirurgiões dentistas. Com o tempo, a empresa buscou adquirir novas marcas, formando o Grupo Odontoprev. Após uma onda de aquisições em 2007 - 2008, se associou ao Bradesco em 2009, mas manteve sua própria gestão. Em 2017, adquiriu a Odonto System em Fortaleza, fortalecendo sua atuação na região Nordeste, por R\$ 201,6 milhões, sendo o EV / beneficiário 314,5 e o EV / Ebitda 9,1x. Atualmente conta com mais de 7 milhões de beneficiários e atuação em todas as regiões do Brasil. Sua receita em 2017 era de R\$1,7 milhão e em 2021 foi de R\$2 milhões, um crescimento menor comparado a outras empresas que vimos, que pode ser explicado pelo fato de se tratar de uma empresa que já estava bastante consolidada em seu mercado antes dos últimos anos.

Em relação à cobertura odontológica, a região Sudeste já liderava esse índice em dezembro de 2010, de acordo com os dados da ANS, e seguiu assim em dezembro de 2021, passando de 10,7% para 19,8% no período, o que corresponde uma variação de 85%, a menor entre as regiões, o que faz sentido uma vez que sua penetração já era bem maior que nas demais regiões. As maiores variações foram nas regiões Norte e Nordeste, de 143% e 118%, respectivamente, o que fortalece a tese de expansão do setor nessas regiões, como já indica o movimento da Odontoprev, por exemplo. No entanto, mesmo com esse crescimento, a cobertura nessas regiões em 2021 ainda é inferior à da região Sudeste em 2010. Já região Sul e Centro Oeste, cujas coberturas cresceram 94% e 108%, respectivamente, no período, tem seus índices atuais

bem mais próximos da região Nordeste do que da Sudeste, indicando que, nesse aspecto, a região Sudeste se trata de um outlier comparado a todo o resto do país.

Por fim, vale entendermos também o impacto agregado na saúde de cada uma dessas regiões em todo esse período. Analisando a expectativa de vida em cada região, de acordo com os dados do IBGE, a região em que ela mais cresceu entre 2011 e 2019 foi no Nordeste, subindo 3,2%, seguida por Sul e Sudeste, em que cresceu 3,1%. Já no Norte e no Centro Oeste, o crescimento fica abaixo, 2,5% em ambas regiões. Observando a expansão e consolidação do setor, é possível observar que as regiões onde o aumento foi maior, foram as com maior crescimento. Se por um lado, é esperado um crescimento proporcional maior em regiões onde o índice seja menor, na região Nordeste ele cresceu mais que na Norte, mesmo que o índice já fosse maior nela em 2011. Isso mostra que a evolução do setor de saúde foi maior na região Nordestina no período, e vimos que de fato houveram muito mais movimentos de consolidação do setor no Nordeste do que Norte. Já o Centro Oeste, o aumento baixo comparável com outras regiões pode ser explicado em parte pelo fato que os principais movimentos de expansão e consolidação na região foram concentrados em Brasília. Por fim, vale observar que na região Sul, a com maior expectativa de vida, o índice cresceu tanto quanto o Sudeste, mesmo partindo de um número maior e sendo uma região com menos movimentos de expansão e consolidação do setor nesse período. Vale pontuar que esse aumento na expectativa de vida se deu em momento de relativa estagnação econômica, já que o crescimento médio nesse período foi de 0,76%. Dessa forma, essa evolução não pode ser creditada a melhora econômica ou da qualidade de vida no período, estando mais relacionada com avanços no setor de saúde

6. Conclusão

Diante do cenário descrito, é possível compreender que há algum impacto dos crescentes processos de fusão e aquisição no setor de saúde. No entanto, os dados são limitados e não permitem extrapolar o quão significativo seria esse efeito em termos microeconômicos e macroeconômicos.

Do ponto de vista microeconômico, todas empresas que analisamos, as quais tem optado pela estratégia de expansão por aquisições, tem apresentado resultados positivos, e que parecem ainda mais expressivos no caso daquelas que se expandiram fortemente num período mais recente. No entanto, uma dificuldade de mensurar esse impacto, está no fato de que é evidente que a estratégia da maioria dessas empresas não passa só por M&A, e muitas de suas transações não têm valores divulgados, sendo difícil estabelecer o quão essencial foram os processos para o crescimento dos grupos analisados. Outra questão também, é o fato de não haver métricas operacionais tão fáceis de mensurar em alguns subsetores, diferentemente do que ocorre no hospitalar, por exemplo, onde o número de leitos pode ser utilizado dessa forma, e apresenta forte correlação com a receita.

No que se refere ao ponto de vista macroeconômico, existe também uma dificuldade significativa em entender quanto mudanças nos indicadores de saúde podem estar relacionadas a consolidação do mercado privado do setor. Uma solução parcial é ver como as mudanças se deram em cada região. Se o Sudeste e o Sul eram, e seguem sendo, as regiões com maior penetração desse mercado, a estratégia de consolidação por meio de fusões e aquisições se deu de forma bem mais agressiva na região Sudeste, com exceção do subsector de distribuição farmacêutica, que teve o processo de forma semelhante nas duas regiões. Analisando os indicadores de ambas as regiões, não se nota diferenças muito significativas que possam ser atribuídas a estratégia. Já se observamos Norte e Nordeste, regiões onde a penetração desse mercado era menor, houve muito mais movimentos em direção a região Nordeste por parte dos grupos responsáveis pelas fusões e aquisições. Analisando os indicadores das 2 regiões, em especial a expectativa de vida, o crescimento foi maior justamente na região Nordeste. Com relação a região Centro - Oeste, boa parte do direcionamento da

região é concentrado apenas em Brasília, o que distorce um pouco as informações e dificulta entender o quão impactada ela foi por processos de fusões e aquisições.

Para futuro aprofundamento no tema a partir desse estudo, uma possível sugestão é de uma análise de dados demográficos de cada região a partir dos dados referentes ao fornecimento de serviços de saúde. Dessa forma, seria possível compreender melhor o impacto de métricas operacionais como número de leitos, laboratórios, equipamentos médicos, clínicas oncológicas, medicamentos distribuídos e cobertura de planos odontológicos na estrutura demográfica da população, e conseqüentemente em sua saúde. Outra ideia a se sugerir para melhor compreensão do tema é da análise de impacto de indicadores macroeconômicos na demografia populacional, de forma que o efeito desses fatores possa ser compreendido de forma mais adequada.

Torna-se evidente, portanto, que os processos de fusão e aquisição aparentam ter tido sim algum impacto no funcionamento do sistema de saúde do Brasil. Com a consolidação mercado privado por grandes grupos, o setor deve se tornar tanto mais concentrado quanto maior devido aos ganhos de escala, e o envelhecimento populacional que o país vive deve reforçar seu crescimento. Embora seja difícil quantificar o impacto, o crescimento dos M&As no setor de saúde na década passada, com tem continuidade no início dessa década, se trata certamente de um processo extremamente relevante para o segmento.

7. Referências Bibliográficas

Masao Ukon, Jean Le Corre, Marcus Ayres, Paula Jorge. 2017. “M&A “Made in Brazil: Análise da Geração de Valor em Duas Décadas de Fusões e Aquisições no Brasil” The Boston Consulting Group

Joseph Bower. 2001. “Not All M&As Are Alike - and That Matters” Harvard Business Review, March 2001, 92-101.

Helder Queiroz Pinto Jr, Mariana.Brazilian Iootty. 2005. “Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90” Journal of Political Economy ,Volume 25 N° 4 Páginas 439 – 453

Gregor Andrade, Mark Mitchell, Erik Stafford. 2001. “New Evidence and Perspectives on Mergers” Journal of Economic Perspectives—Volume 15, Number 2— Spring 2001—Pages 103–120

Valmir Emil Hoffmann; Daniel Pires Vieira; Kim la croix Maluf de Menezes. 2017. “Tipos, Setores, Nacionalidade e Experiência: O Que Importa para o Sucesso das Estratégias De Fusão e Aquisição?” Revista Ibero - Americana de Estratégia; São Paulo Vol. 16, Ed.,Estratégia; São Paulo Vol. 16, Ed.

Erik Devos, Erik, Palani-Rajan Kadapakkam, Srinivasan Krishnamurthy. 2009. “How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies” The Review of Financial Studies / v 22 n 3

Anja Trichterborn, Dodo Zu Knyphausen-Aufseß, Lars Schweizer. 2015. “How to improve acquisition performance: The role of a dedicated M&A function, M&A learning process, and M&A capability“ Strat. Mgmt. J., 37: 763–773 (2016)

Alberto Borges Matias, Rodrigo Maimone Pasin. 2001. “A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições”. RAUSP Management Journal, v. 36, n. 1, p. 5-13.

Klaus Gugler, Dennis C. Mueller , B. Burcin Yurtoglu, Christine Zulehner. 2003. “The effects of mergers: an international comparison”, International Journal of Industrial Organization 21

Keli Bahia Felicíssimo Zocratto. Mercado da saúde: uma análise da oferta e demanda. Revista da AMDE, Belo Horizonte, v. 12, n. 1, p. 154-164, 2014.

Mônica Viegas Andrade. et al. Estrutura de concorrência no setor de operadoras de planos de saúde no Brasil. Brasília, DF: Opas, 2015.

Luana Martins Oliveira, João Paulo Calembó Batista Menezes, Mirian Ribeiro, Márcio Augusto Gonçalves, Marcio Coutinho de Souza. Análise da dinâmica de redes dos atos de concentração econômica em empresas da área da saúde no Brasil, Saúde Soc. São Paulo, v.30, n.3, e190785, 2021.

Guilherme Mendes Resende, Gerson Carvalho Bênia e Maria Cristina de Souza Leão Attayde, Cadernos do Cade: Atos de concentração nos mercados de planos de saúde, hospitais e medicina diagnóstica (Edição revista e atualizada), 2022

S & P Capital IQ, dados de 2010 a 2019

Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde (CNES), dados de 2011 a 2022

Sistema Tabnet / Agência Nacional de Saúde Suplementar, dados de 2010 a 2021

The World Bank, World Development Indicators, dados de 2019

PricewaterhouseCoopers Brasil Ltda (PwC), O Mercado de Serviços de Saúde do Brasil, 2014

Associação Nacional de Hospitais Privados (Anahp), Painel 2021, 2021

Associação Brasileira de Medicina Diagnóstica (Abramed), Painel Abramed 2021 – O DNA do Diagnóstico, 2021

Sistema Tabnet / Datasus, dados de 2013 a 2019

International Agency for Research on Cancer, Cancer Today, dados de 2020

Secretaria Executiva da Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos, Anuário Estatístico do Mercado Farmacêutico 2019/20, 2021

IQVIA, Oportunidades no Mercado Institucional – ABRADIMEX, Abril de 2021

Bruno Minami, Panorama do Setor de Saúde Suplementar no Período da Pandemia de Covid, Instituto de Estudos de Saúde Suplementar, 2021