

## Financeirização, acumulação e mudanças patrimoniais em empresas e grupos econômicos do setor saúde no Brasil

Financialization, accumulation, and shareholding changes in companies and corporate groups in the Brazilian health sector

Financiarización, acumulación y cambios patrimoniales en empresas y grupos económicos del sector salud en Brasil

Leonardo Vidal Mattos <sup>1</sup>

Elza Maria Cristina Laurentino de Carvalho <sup>1</sup>

Diego Viegas Sato Barbosa <sup>1</sup>

Ligia Bahia <sup>1</sup>

doi: 10.1590/0102-311X00175820

### Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar a dimensão patrimonial de mudanças em empresas e grupos econômicos do setor saúde no Brasil entre 2008 e 2017. Busca-se compreender as estratégias de acumulação em um contexto de financeirização, compreendida como padrão sistêmico da riqueza no capitalismo contemporâneo. As mudanças patrimoniais foram analisadas de forma descritiva e exploratória a partir de diferentes fontes. Foram estudadas 58 empresas dos subsetores de planos de saúde, farmácias, hospitais, diagnóstico, indústria farmacêutica e organizações sociais. Foram coletados dados sobre forma jurídica, propriedade e controle; operações patrimoniais; atividades econômicas e assistenciais. Apesar da heterogeneidade das empresas e suas estratégias, os resultados apontam o aumento da presença de investidores nacionais e internacionais, mudanças na organização interna, na estrutura do capital, no financiamento e diversificação de atividades. As que mais se destacam buscaram ativamente a capitalização a partir de investimentos externos, compra e venda de ativos e ações, fusões e aquisições aceleram o processo de expansão, acumulação e valorização patrimonial-financeira. O resultado é o aumento do fluxo de capitais e a crescente integração das estruturas econômicas e assistenciais do setor saúde brasileiro aos circuitos financeiros, tornando as empresas intermediárias periféricas articuladas a um processo ampliado de acumulação sob dominância financeira. Os achados convergem com aspectos marcantes da dinâmica das corporações na financeirização, que influenciam cada vez mais os sistemas de saúde no Brasil e do mundo.

Sistemas de Saúde; Economia da Saúde; Política de Saúde

### Correspondência

L. V. Mattos

Grupo de Pesquisa e Documentação sobre o Empresariamento da Saúde, Instituto de Estudos em Saúde Coletiva, Universidade Federal do Rio de Janeiro.  
Av. Horácio Macedo s/n, Rio de Janeiro, RJ 21941-598, Brasil.  
leovmattos@gmail.com

<sup>1</sup> Instituto de Estudos em Saúde Coletiva, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.



## Introdução

As relações entre capitalismo e saúde podem ser analisadas em duas dimensões complementares <sup>1</sup>. A primeira refere-se às influências da estrutura produtiva sobre a saúde, que é associada à recuperação, à manutenção e à reprodução da força de trabalho e integra o consumo individual e coletivo. A segunda diz respeito à relevância do setor saúde enquanto atividade produtiva, que possui especificidades, mas também manifesta a tendência geral de acumulação do capital.

Dos anos 1960 aos 1980, em contexto autoritário, as empresas brasileiras do setor saúde (assistência hospitalar, indústria farmacêutica e equipamentos, empresas médicas) emergem impulsionadas pelo processo de industrialização e pelas políticas públicas relacionadas à medicina previdenciária, condicionando escopo e funções do sistema de saúde em seus componentes público e privado. No processo de capitalização da medicina <sup>1</sup> e formação do complexo médico-industrial (CMI) <sup>2,3</sup> as empresas eram autofinanciadas e ligadas a empresários médicos, capitais familiares e, na indústria farmacêutica, também a empresas transnacionais.

Após décadas de expansão dos mercados e implementação do Sistema Único de Saúde (SUS), em contexto democrático, a dinâmica capitalista nacional e internacional do setor saúde alterou-se significativamente. Alguns trabalhos buscaram atualizar o conceito de CMI e/ou captar transformações relacionadas às finanças e aos serviços <sup>4,5,6</sup>. Mas, foi o conceito de Complexo Econômico-Industrial da Saúde (CEIS) <sup>7,8</sup> que abarcou grande parte da produção teórica e empírica sobre o conjunto interligado de atividades de produção de bens e serviços do setor saúde, além de impulsionar políticas governamentais. Do ponto de vista teórico e político, buscou-se conciliar, por meio da ação do Estado, a lógica econômica, condicionada pela acumulação, pela inovação e pela dependência externa, à lógica sanitária, expressa nas necessidades de saúde e acesso universal.

Todavia, em um contexto de financeirização, alguns fenômenos carecem de interpretações mais aprofundadas. Nos anos 2000 e 2010, observa-se, entre as empresas, a intensificação de fusões e aquisições, abertura de capital, expansão e valorização, penetração de capital estrangeiro, atuação multissetorial, concentração e centralização de capital <sup>5,6,9,10,11,12,13,14</sup>. E a dimensão patrimonial desses fenômenos é relevante, pois expressa mudanças nas estruturas econômicas e assistenciais associadas à atenção à saúde enquanto atividade produtiva e nos padrões setoriais de acumulação. É esse o caminho explorado pela investigação.

A financeirização ou dominância financeira pode ser compreendida como padrão sistêmico de definição, gestão e realização da riqueza no capitalismo contemporâneo, constituído por componentes fundamentais da organização capitalista que atuam para estabelecer uma dinâmica estrutural orientada por uma lógica financeira geral <sup>15,16</sup>. Se distingue pelo crescimento em escala e escopo da participação de ativos financeiros na riqueza, colocando progressivamente os retornos financeiros como foco dos principais agentes econômicos, não apenas bancos e investidores, via pagamento de juros, dividendos ou valorização patrimonial.

A financeirização se fundamenta na forma contemporânea de operação das corporações, compostas por diferentes tipos de empresa patrimonialmente interligadas. A competição intercapitalista se dá cada vez mais entre grandes grupos econômico-financeiros, multinacionais, multissetoriais e multifuncionais <sup>16</sup>. Nesse contexto, as formas de operação, organização, estrutura e estratégia das instituições financeiras e empresas não financeiras tendem a uma generalização e homogeneização, tendo em vista o acirramento da concorrência financeira que está superposta e conectada à concorrência industrial e comercial em nível global <sup>15</sup>.

A riqueza mobiliária torna-se indispensável à elasticidade, à mobilidade e à flexibilidade próprias do capital como forma socialmente determinada de organizar a produção e a distribuição. Isso ocorre originalmente nas grandes corporações transnacionais do capitalismo central, mas tende a expandir-se a diferentes setores e países <sup>15</sup>. Assim as empresas não financeiras, inclusive do setor saúde, devem ser compreendidas como partes ativas crescentemente integradas à dinâmica financeira geral, e não vítimas de um processo exógeno.

A financeirização é um fenômeno relevante para a compreensão dos sistemas de proteção social, já que as políticas sociais são tributárias dos regimes de acumulação <sup>17,18,19</sup>, ou seja, articulam-se com as necessidades na esfera da produção e influenciam as formas de operar e delimitar a reprodução

social. No Brasil, a penetração da lógica financeira tem sido considerada determinante para diversas políticas sociais<sup>18,19</sup>.

As relações entre financeirização e sistemas de saúde vêm ganhando atenção nacional<sup>5,6,9,10,11,12,13,14,18,19,20,21,22</sup> e internacional<sup>23,24,25,26,27,28,29</sup>. O protagonismo crescente de empresas, investidores e agentes financeiros está relacionado a reformas setoriais e é um importante determinante político, econômico e ideológico das políticas de saúde, o que se intensifica após a crise financeira global de 2008 e com propostas relacionadas à promoção de cobertura universal de saúde. Visões críticas consideram que a financeirização transforma progressivamente os sistemas de saúde em plataformas de valorização financeira, afetando princípios fundamentais, estabilidade financeira e organizacional, custo dos serviços e desigualdades<sup>11,17,20,28,29</sup>.

Todavia, existem lacunas na compreensão do processo de acumulação e uma carência de estudos abrangentes sobre empresas do setor saúde no Brasil. Empiricamente, é um desafio combinar informações de fontes heterogêneas que subsidiem a investigação sobre a trajetória de empresas em diferentes subsetores. Analiticamente, o uso de categorias que possibilitem um estudo sistemático da transformação patrimonial das empresas pode auxiliar na compreensão teórica e crítica sobre os sentidos da financeirização no setor saúde brasileiro.

Nessa direção, a evolução das empresas, bem como aspectos da concorrência e acumulação podem ser apreendidos por meio da Economia Industrial<sup>30</sup>. A análise de aspectos como a estrutura organizacional<sup>30,31</sup>, estrutura de capital<sup>32,33</sup>, financiamento<sup>34</sup> e diversificação<sup>35</sup> contribuem para a sistematização de evidências. Ademais, permitem relacionar observações empíricas aos efeitos da financeirização nas formas de operação e organização das corporações do setor saúde.

O objetivo deste trabalho é analisar expressões da financeirização no padrão de acumulação e nas estratégias de empresas e grupos econômicos do setor saúde brasileiro a partir de sua dimensão patrimonial.

## Metodologia

Este estudo tem caráter descritivo e exploratório. Refere-se à dimensão patrimonial do projeto *Complexo Econômico-Industrial da Saúde, Inovação e Dinâmica Capitalista: Desafios Estruturais para a Construção do Sistema Universal de Saúde no Brasil*, cuja metodologia geral é descrita por Bahia et al.<sup>36</sup>. A pesquisa teve como objetivo identificar e analisar as expressões da financeirização em empresas e grupos econômicos do setor saúde no Brasil, a partir de três dimensões complementares e transversais: contábil-financeira, patrimonial e política.

Foram analisadas empresas de sete subsetores: planos e seguros de saúde, hospitais privados, Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico (SADT), varejo farmacêutico, indústria farmacêutica, organizações sociais de saúde (OSS) e escolas médicas. Os subsetores foram selecionados de acordo com três critérios: magnitude dos mercados; destaque social e político; conhecimento prévio dos pesquisadores. Para cada um, foram selecionadas as empresas de maior relevância econômica a partir de critérios específicos<sup>36</sup>.

Na dimensão patrimonial, 58 empresas de seis subsetores foram analisadas, sendo excluídas escolas médicas. Foram coletados dados quantitativos e qualitativos de diferentes fontes: Receita Federal, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), juntas comerciais estaduais, demonstrativos financeiros, relatórios anuais, *sites* de empresas, imprensa tradicional e especializada. As informações sobre a dimensão patrimonial foram organizadas num banco de dados, o Banco de Dados sobre Empresariamento na Saúde (BDES) A (relativo à dimensão patrimonial-societária – BDES-A)<sup>36</sup>, dividido em três subseções: forma jurídica, propriedade e controle (A1); operações patrimoniais (A2); atividades produtivas e assistenciais (A3).

### Forma jurídica, propriedade e controle

A natureza jurídica está associada ao registro no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) e engloba: sociedades anônimas de capital aberto e fechado, sociedades empresárias limitadas, associações privadas, cooperativas e fundações. No BDES-A1, cada unidade de análise possui, ao menos,

um registro de CNPJ obtido nas demonstrações financeiras. Algumas possuem mais de um, pois grupos econômicos podem ser compostos por empresas patrimonialmente interligadas e geridas por uma estrutura organizativa hierárquica de controle e administração. O banco inclui 69 registros coletados em 2017, contendo as seguintes variáveis: razão social, nome fantasia, capital social, sede, atividade econômica principal e secundária(s), natureza jurídica, sócios (nome e quota) e acionistas (nome e participação).

Os controladores, sócios e acionistas foram identificados pela análise da composição do capital social e de documentos sobre o acordo de acionistas obtidos na CVM e em juntos comerciais. Eles foram classificados em quatro perfis: grupo econômico nacional e estrangeiro englobando grandes grupos do setor saúde ou de fora dele, empresários, empresas familiares e empresas médicas; investidor institucional nacional e estrangeiro, que incluem fundos de investimento, seguradoras, bancos, entre outros. Foram excluídas associações, fundações e cooperativas, figuras jurídicas nas quais a noção de controle e estrutura de capital não se aplica, restringindo a análise para 40 empresas. A Tabela 1 sintetiza dados sobre forma jurídica, perfil do controle e presença de perfis de sócios e acionistas em faixas de participação no capital. A presença de investidores externos é apresentada na Tabela 2.

### **Operações patrimoniais**

As operações patrimoniais entre 2008 e 2016 foram obtidas em jornais e revistas, relatórios anuais, *sites* das empresas e demonstrativos financeiros. O BDES-A2 inclui 316 operações de 40 empresas (75% com valores monetários atribuídos), categorizadas como: aquisição, compra de participação, fusão, venda, venda de participação, oferta pública de ações, *joint venture*. Também foram categorizadas informações sobre a emissão de debêntures, empréstimos e crescimento interno. Foram realizadas descrições quantitativas do conjunto das operações por subsetor (Figura 1; Tabela 3) e, de forma desagregada, por empresas.

### **Atividades econômicas e assistenciais**

As atividades econômicas e assistenciais das empresas em 2017 foram obtidas de *sites* oficiais, relatórios anuais e demonstrativos financeiros e organizadas em 35 categorias. A Figura 2 mostra o escopo das empresas e intersecções entre subsetores. A dimensão temporal da diversificação de atividades foi analisada por meio das operações do BDES-A2, observando a entrada em novos setores por aquisição ou investimento em novas capacidades.

## **Resultados**

### **Forma jurídica, propriedade e controle**

A Tabela 1 mostra a distribuição das formas jurídicas identificadas por subsetor e o perfil de sócios, acionistas e controladores. Somadas, as sociedades anônimas de capital fechado e aberto são o maior grupo da seleção (38%). As primeiras prevaleceram entre planos de saúde, diagnóstico, farmácias e hospitais. As que negociam ações no mercado de capitais (sociedades anônimas de capital aberto) tiveram presença importante em planos, diagnóstico e farmácias. Sete de nove abriram capital entre 2008 e 2016.

O segundo maior grupo (33%) foram as sociedades empresárias limitadas, que se diferenciam das sociedades anônimas por serem geralmente empresas de menor porte com regras de gestão, administração e transparência menos rígidas. Sua predominância na indústria farmacêutica deve-se à estrutura patrimonial dos laboratórios transnacionais. Neles, um mesmo grupo controla diferentes empresas (diferentes CNPJs) e consolidam resultados das múltiplas operações na sede estrangeira. Entre os laboratórios nacionais, prevalecem as sociedades anônimas de capital fechado, e há apenas uma sociedade anônima de capital aberto.

**Tabela 1**

Forma jurídica, perfil de controladores e participação no capital de sócios e acionistas em empresas do setor saúde por subsetor. Brasil, 2017.

	Total	Planos e seguro saúde	Hospitais privados	SADT	Varejo farmacêutico	Indústria farmacêutica	OSS
Forma jurídica *							
Sociedade Anônima Aberta	10	3	0	2	4	1	0
Sociedade Anônima Fechada	23	5	6	3	4	5	0
Sociedade Empresária Limitada	16	0	1	1	2	12	0
Associação privada	14	1	5	0	0	0	8
Fundação	3	1	0	0	0	0	2
Cooperativa	3	3	0	0	0	0	0
Total	69	13	12	6	10	18	10
Controle **							
Grupo nacional	20	2	5	3	7	3	-
Grupo estrangeiro	8	1	1	0	0	6	-
Investidor institucional nacional	3	3	0	0	0	0	-
Investidor institucional estrangeiro	1	1	0	0	0	0	-
Misto (mais de um perfil)	8	1	0	3	3	1	-
Total	40	8	6	6	10	10	-
Participação no capital ≥ 50% ***							
Grupo nacional	21	1	5	6	7	2	-
Grupo estrangeiro	8	1	1	0	0	6	-
Investidor institucional nacional	3	3	0	0	0	0	-
Investidor institucional estrangeiro	2	1	0	0	1	0	-
Participação no capital ≥ 10% e < 50% ***							
Grupo nacional	17	2	0	4	7	4	-
Grupo estrangeiro	1	0	0	0	0	1	-
Investidor institucional nacional	5	1	0	3	1	0	-
Investidor institucional estrangeiro	5	1	2	1	1	0	-
Participação no capital < 10% ***							
Grupo nacional	5	2	0	0	2	1	-
Grupo estrangeiro	0	0	0	0	0	0	-
Investidor institucional nacional	5	0	0	0	3	2	-
Investidor institucional estrangeiro	8	5	0	0	2	1	-

OSS: organizações sociais de saúde; SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico.

\* Valores se referem ao número de Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica coletados, em alguns casos, mais de um por empresa/grupo;

\*\* Valores se referem ao perfil dos controladores em cada empresa ou grupo econômico. Total equivale ao total de empresas na seleção;

\*\*\* Valores se referem à presença de perfis de sócios e acionistas segundo faixas de participação no capital. Elaboração própria a partir do banco de dados Bando de Dados sobre Empresariamento da Saúde, forma jurídica, propriedade e controle (BDES-A1) <sup>33</sup>.

Associações privadas representaram 20% da seleção. Concentram-se em OSS e hospitais, subsetores que comportam a presença de formas jurídicas não empresariais, sem fins lucrativos. Cooperativas e fundações foram minoritárias (4%). As primeiras, representadas pelas cooperativas médicas, foram relevantes entre os planos. Fundações estiveram presentes nesse subsetor (autogestões) e, em um caso, entre as OSS.

O acionista, sócio ou grupo controlador, é aquele que detém a maioria dos votos nas assembleias, elege os principais postos na administração e define estratégias de negócios. O controle pode ser exercido individualmente (única pessoa física ou jurídica que detém mais de 50% do capital votante), de modo compartilhado ou pulverizado por meio do acordo de acionistas.

**Tabela 2**

Participação de grupos econômicos e investidores institucionais nacionais e estrangeiros \* no capital e controle de empresas do setor saúde no Brasil, 2017.

Empresa	Capital	Subsetor	Investidores	Origem	Tipo	Participação (%)	Controle
Amil	Fechado	Planos e seguros de saúde	UnitedHealth Group	Estados Unidos	Grupo estrangeiro	100,0	Sim
Bradesco Saúde	Fechado	Planos e seguros de saúde	Bradesco Seguros	Brasil	Investidores institucionais nacionais	100,0	Sim
Mediservice	Fechado	Planos e seguros de saúde	Bradesco Seguros	Brasil	Investidores institucionais nacionais	100,0	Sim
Odontoprev	Aberto	Planos e seguros de saúde	Bradesco Saúde	Brasil	Investidores institucionais nacionais	50,2	Sim
		Planos e seguros de saúde	Genesis Asset Managers	Inglaterra	Investidores institucionais estrangeiros	5,0	Não
SulAmérica	Aberto	Planos e seguros de saúde	Swiss RE Direct Investments Company	Suíça	Investidores institucionais estrangeiros	14,9	Não
			Oppenheimer Developing Markets Fund	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	8,2	Não
			International Finance Corporation	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	7,8	Não
Qualicorp	Aberto	Planos e seguros de saúde	GIC Private Limited	Singapura	Investidores institucionais estrangeiros	7,6	Não
			BlackRock Inc.	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	4,9	Não
Intermédica	Fechado	Planos e seguros de saúde	Bain Capital Investors LLC	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	99,0	Sim
Rede D'Or	Fechado	Hospitais privados	GIC Private Limited	Singapura	Investidores institucionais estrangeiros	26,9	Não
			Carlyle Group	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	12,3	Não
ESHO/Amil	Fechado	Hospitais privados	UnitedHealth Group	Estados Unidos	Grupos estrangeiros	99,6	Sim
Hermes Pardini	Fechado	SADT	Gávea Investimentos	Brasil	Investidores institucionais nacionais	30,0	Sim
Fleury	Aberto	SADT	Advent International	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	13,1	Sim
			Bradseg Participações	Brasil	Investidores institucionais nacionais	16,3	Sim

(continua)

Tabela 2 (continuação)

Empresa	Capital	Subsetor	Investidores	Origem	Tipo	Participação (%)	Controle
Alliar	Aberto	SADT	Pátria Investimentos	Brasil	Investidores institucionais nacionais	24,1	Sim
			Capital International Investors	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	5,1	Sim
Raia Drogasil	Aberto	Varejo farmacêutico	Pragma	Brasil	Investidores institucionais nacionais	4,1	Sim
			T. Rowe Price	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	3,3	Não
			Fidelity Investments	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	0,5	Não
BR Pharma	Aberto	Varejo farmacêutico	BTGI Stimga LLC Pactual	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	94,5	Sim
			BTG Pactual FIP	Brasil	Investidores institucionais nacionais	0,5	Não
			Partner Alpha Investments LLC	Singapura	Investidores institucionais estrangeiros	1,0	Não
Pague Menos	Aberto	Varejo farmacêutico	General Atlantic	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	17,0	Não
Extrafarma	Fechado	Varejo farmacêutico	Ultrapar Participações	Brasil	Grupos nacionais	100,0	Sim
PanVel/Dimed	Aberto	Varejo farmacêutico	IP Capital Partners	Brasil	Investidores institucionais nacionais	12,6	Sim
			Geração Futuro Gestão de Recursos	Brasil	Investidores institucionais nacionais	8,7	Não
Hypermarcas	Aberto	Varejo farmacêutico	Maiorem SA de CV	México	Grupo investidor	14,8	Sim
			Votorantim	Brasil	Investidores institucionais nacionais	5,5	Não
			BlackRock Inc.	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	5,1	Não
			Capital World Investors	Estados Unidos	Investidores institucionais estrangeiros	5,5	Não

SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico.

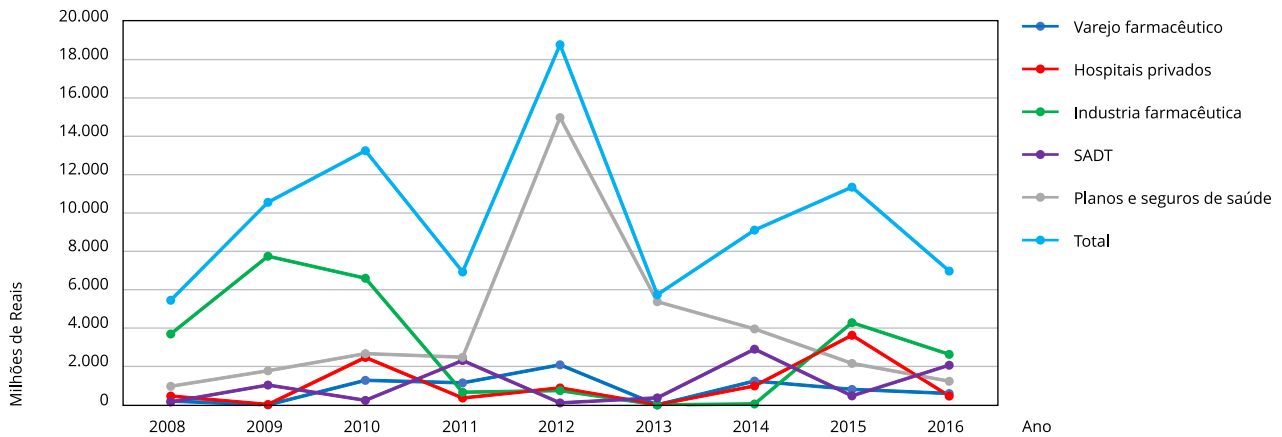
Fonte: elaboração própria a partir do banco de dados Bando de Dados sobre Empresariamento na Saúde, forma jurídica, propriedade e controle (BDES-A1) <sup>33</sup>.

\* Além dos citados na tabela, existem também os laboratórios farmacêuticos multinacionais – Sanofi, Pfizer, Bayer, Novartis, Takeda e GlaxoSmithKline. Para maiores detalhes da estrutura de capital e controle em indústria farmacêutica, ver Silva & Travassos <sup>39</sup>.

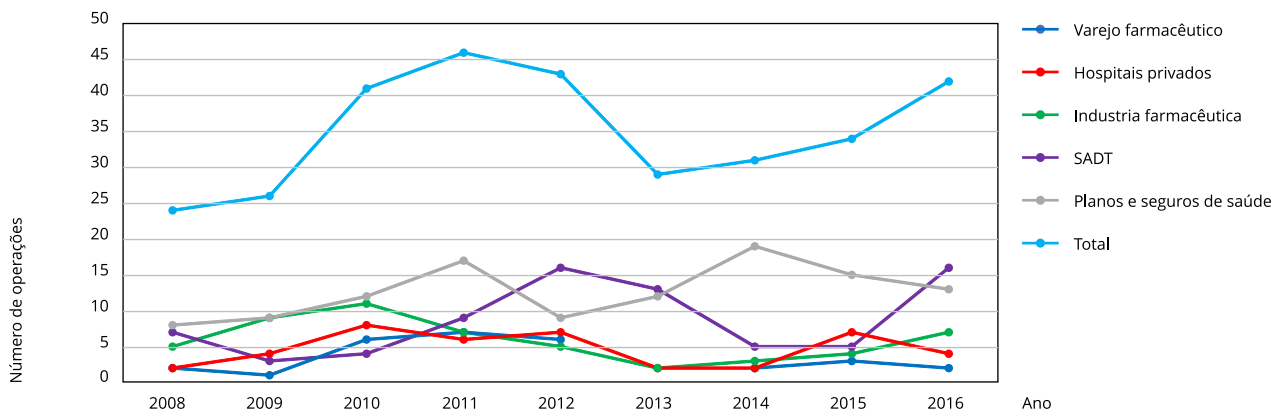
**Figura 1**

Operações patrimoniais (valor e número) em empresas brasileiras do setor saúde por subsetor de 2008 a 2016.

## 1a) Valor das operações



## 1b) Número de operações



SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico.

Fonte: elaboração própria a partir do banco de dados do Bando de Dados sobre Empresariamento na Saúde, operações patrimoniais (BDES-A2).

Nota: valores deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, de 31 de dezembro de 2016.

Em 2017, grupos nacionais foram o maior grupo, controlando, exclusivamente, metade das empresas. Controladores externos ao setor, isto é, investidores institucionais e grupos econômicos estrangeiros, estiveram em cerca de 30% da seleção. Os primeiros foram a maioria dos controladores entre empresas de planos de saúde e diagnóstico e relevantes entre redes de farmácias. Os investidores institucionais nacionais estiveram em dez empresas, e os estrangeiros, em três. A maior presença de grupos estrangeiros ocorreu na indústria farmacêutica, com um caso entre planos e hospitais. O controle misto ocorreu em 20% das empresas, em geral compartilhado por grupos nacionais e investidores institucionais.

Entre os sócios e acionistas com mais de 50% de participação no capital, prevalecem grupos nacionais em todos os subsectores, exceto indústria farmacêutica e planos, em que grupos estrangeiros e investidores institucionais prevalecem, respectivamente. Nas faixas seguintes, observa-se um



**Tabela 3**

Número e valores (R\$ milhões) \* de operações de compra, venda \*\* e fusão por subsetor. Brasil, acumulado de 2008 a 2016.

Subsetor (E)	Aquisição		Aquisição de participação parcial ***		Oferta pública de ações #		Venda		Venda de participação ##		Fusão		Total
	N	N/E	N	N/E	N	N/E	N	N/E	N	N/E	N	N/E	N
Varejo farmacêutico (10)	11	1,1	6	0,6	3	0,3	3	0,3	3	0,3	2	0,2	26
Hospitais privados (5)	30	6,0	8	1,6	0	-	1	0,2	3	0,6	0	-	42
Indústria farmacêutica (10)	36	3,6	3	0,3	2	0,2	6	0,6	1	0,1	0	-	48
SADT (6)	59	9,8	4	0,7	2	0,3	4	0,7	3	0,5	2	0,3	72
Planos e seguro de saúde (9)	87	9,7	12	1,3	2	0,2	4	0,4	6	0,7	1	0,1	111
Saúde (40)	223	5,6	33	0,8	9	0,2	18	0,5	16	0,4	5	0,2	299
	<b>V</b>	<b>V/N</b>	<b>V</b>	<b>V/N</b>	<b>V</b>	<b>V/N</b>	<b>V</b>	<b>V/E</b>	<b>V</b>	<b>V/E</b>	<b>V</b>	<b>V/E</b>	<b>V</b>
Varejo farmacêutico	1.951	177,3	438	73,0	2.242	747,3	1.438	479,3	1.264	421,3	-	-	7.333
Hospitais privados	4.468	148,9	367	45,9	0	-	878	878,0	7.138	2379,3	-	-	1.285
Indústria farmacêutica	15.957	443,3	659	219,7	2.076	1038,0	6.564	1094	1.132	1132,0	-	-	26.389
SADT	3.596	60,9	38	9,5	1.809	904,5	2.419	604,8	1.733	577,7	-	-	9.594
Planos e seguros de saúde	7.796	89,6	1.171	97,6	2.602	1301,0	18.125	4531,3	5.885	980,8	-	-	35.580
Saúde	33.768	151,4	2.673	81,0	8.730	970,0	29.424	1634,7	17.152	1072,0	-	-	91.747

E: número de empresas na seleção; N: número de operações; SADT: Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico; V: valor acumulado das operações.

Fonte: elaboração própria a partir do banco de dados do Bando de Dados sobre Empresariamento na Saúde, operações patrimoniais (BDES-A2) <sup>33</sup>.

\* Valores deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, de 31 de dezembro de 2016;

\*\* Compra (três primeiras operações) e venda (duas últimas operações);

\*\*\* Aquisição de participação parcial no capital de outra empresa;

# Oferta pública de ações e oferta pública inicial, do inglês *initial public offering* (IPO);

## Venda de participação no capital da empresa de acionistas para terceiros.

aumento da presença de investidores institucionais nacionais e estrangeiros no capital das empresas de todos os subsectores e diminuição dos demais grupos. Juntos, são o segundo maior grupo na faixa entre 10% e 50% e o maior grupo na faixa com menos de 10% de capital.

A Tabela 2 mostra a inserção de 26 investidores externos no capital de 18 empresas. Prevaleram os fundos de investimento estadunidenses (12), brasileiros (7) e, em menor grau, europeus (2). Foram identificados grupos transnacionais do setor saúde (UnitedHealth e seis laboratórios farmacêuticos), bancos e seguradoras brasileiras (Bradesco, SulAmérica, BTG), um fundo soberano (GIC), um grupo familiar mexicano (Maiorem) e um grupo nacional do setor de combustíveis (Ultra). Bradesco e BlackRock estiveram presentes em mais de uma empresa.

### Operações patrimoniais

A Figura 1 descreve 299 operações patrimoniais. Ao menos, uma foi realizada por 80% das empresas. O valor total cresceu, apesar de oscilações anuais entre os subsectores e no agregado. A quantidade anual de operações (Figura 1) também, com altas destacadas entre 2010 e 2012.

Planos respondem por 36% dos registros, seguidos por diagnóstico (25%), indústria farmacêutica (17%), hospitais (13%) e varejo farmacêutico (9%). Cerca de 74% das operações concentram-se em dez empresas, e 52%, em Amil, Rede D'Or, Qualicorp, Alliar e Hypermarcas. Foram movimentados 91,75 bilhões de Reais no período. Planos e seguros de saúde predominaram no montante (39%), seguidos de indústria farmacêutica (29%), hospitais privados (14%), SADT (10%) e varejo farmacêutico (8%). Dez empresas movimentaram 89% do valor computado, e as quatro primeiras, 68% (Amil, Hypermarcas, Rede D'Or e Qualicorp).



A Tabela 3 indica que as aquisições foram as operações patrimoniais mais frequentes, com destaque para hospitais, planos e diagnóstico. Os valores médios foram menores em hospitais e planos e maiores na indústria farmacêutica. O volume mobilizado na soma das operações de venda, venda de participação e oferta pública de ações foram superiores ao das aquisições em todos os subsetores, exceto indústria farmacêutica, assim como os valores médios por operação. Nas operações de venda integral ou parcial, destacaram-se planos e seguros de saúde, seguidos por indústria farmacêutica e hospitais privados.

A análise desagregada das operações mostra que algumas empresas se destacam e que os tipos de operações se relacionam com estratégias empresariais. As aquisições, integrais ou parciais, estão ligadas à expansão e à diversificação. Quantitativamente, destacam-se, entre os planos, Amil (44 operações), Qualicorp (27), Hapvida (13) e Intermédica (5); em SADT, Alliar (22), DASA, Hermes Pardini e Sabin (11), Fleury (10); Rede D'Or (37) em hospitais; Hypermarcas (16) e Eurofarma (10) na indústria farmacêutica; e BR Pharma (13) entre farmácias. Operações envolvendo sociedades limitadas foram bem menos frequentes que as das sociedades anônimas.

Seis empresas realizaram ofertas públicas de ações na bolsa de valores (Hypermarcas, Fleury, Raia, BR Pharma, Qualicorp e Alliar). Vendas de participações estiveram relacionadas à entrada de investidores externos, especialmente fundos de investimento, com ou sem troca de controle. Isso aconteceu entre os planos (Qualicorp, SulAmérica e Amil), hospitais (Rede D'Or), empresas de diagnóstico (Hermes Pardini, Fleury e DASA), indústria farmacêutica (Hypermarcas) e farmácias (Raia, Pague Menos).

Ocorreram vendas da totalidade do patrimônio (Amil, Intermédica, Extrafarma) ou de parte dos ativos para reestruturação e reformulação do modelo de negócios (Hypermarcas, Rede D'Or), para atendimento de exigências do Conselho Nacional de Defesa Econômica (Amil, DASA, Rede D'Or) ou para redução de dívidas e prejuízos (BR Pharma).

As seis fusões identificadas foram relevantes para a constituição de empresas líderes do varejo farmacêutico (Raia e Drogasil, seguidas de Pacheco e São Paulo em 2011) e diagnóstico (Alliar). A formação de joint ventures aconteceu na indústria farmacêutica, em investimentos de empresas majoritariamente nacionais para produção de medicamentos biotecnológicos. Também ocorreu entre planos de saúde, para investimentos de diversificação (Unimed-Rio e SulAmérica), e em diagnóstico, para expansão de mercado (Alliar).

A emissão de debêntures, reflexo de maior acesso ao mercado de capitais financeiro, foi utilizada por cinco empresas de planos (Amil, SulAmérica, Qualicorp, Intermédica, Unimed-Rio), três em SADT (DASA, Fleury e Hermes Pardini), uma de hospitais (Rede D'Or), duas de farmácias (Pague Menos e BR Pharma) e duas da indústria farmacêutica (Hypermarcas e EMS).

### **Atividades econômicas e assistenciais**

A Figura 2 mostra as atividades econômicas e assistenciais das empresas. A maioria exerce competências para além das atividades-fim, com sobreposição de atividades entre subsetores e grande diversidade entre as empresas. Muitas das atividades descritas foram incorporadas ou se expandiram ao longo do período estudado, a partir de intensificadas e variadas estratégias de diversificação.

Entre os planos, as medicinas de grupo (Amil, Hapvida, Intermédica) buscaram integração vertical com prestadores de serviços, via aquisições ou investimento próprio, notadamente em hospitais, mas também diagnóstico, planos odontológicos, atendimento ambulatorial e clínicas especializadas (oncológicas, oftalmológicas etc.). Também aconteceu em menor escala nas cooperativas Unimed-BH e Unimed-Rio.

As seguradoras Bradesco e SulAmérica, empresas financeiras que entraram no setor saúde anteriormente, expandem-se em nichos sinérgicos e complementares, como planos odontológicos, tecnologia da informação, gestão de benefício farmacêutico (Programa de Benefício de Medicamentos – PBM) e diagnóstico. As empresas com menor escopo de atuação foram a Central Nacional Unimed (CNU) e as autogestões Cassi e GEAP Saúde. A Qualicorp apresentou perfil peculiar devido às especificidades da atividade de administração de benefícios. Priorizou os campos de tecnologia da informação, consultorias e gestão terceirizada.

Os hospitais privados são o subsetor com maior amplitude de atividades. Na Rede D'Or, isso se consolidou por meio de aquisições e investimentos acelerados. Os hospitais filantrópicos (Sírio-Liba-

nês, Hospital Israelita Albert Einstein, Oswaldo Cruz, Moinhos de Vento) não podem realizar. Nesses, a diversificação deu-se pela ampliação de bases tecnológicas de tratamento e diagnóstico, aumento de capacidade e entrada em novos mercados, como educação e capacitação, consultoria e gestão terceirizada para os setores público e privado.

Nos serviços de diagnóstico, as aquisições garantiram a expansão territorial (DASA, Fleury, Hermes Pardini, Alliar e Sabin). Exceto o último, todos contaram com investidores externos para compras, aumento de escala e modernização de operações. Muitos ampliaram atividades de gestão terceirizada de serviços de diagnóstico e prestação de serviços para provedores públicos e privados. Outros incorporaram ou fortaleceram atividades de pesquisa e desenvolvimento.

Na indústria farmacêutica, a diversidade de atividades expressa, em parte, o padrão de especialização. As empresas nacionais, em geral, realizam um leque mais amplo de atividades, com destaque para incorporação da produção de medicamentos biológicos durante o período. As transnacionais são majoritariamente unidades mais especializadas articuladas a uma estratégia global da sede.

No varejo farmacêutico, a diversificação de mercados e ampliação de escala se deu principalmente por crescimento interno, com exceção da BR Pharma que realizou aquisições. Também se destaca a intensificação da integração vertical com os ramos de logística e distribuição, especialmente nos casos de Pague Menos, Raia, Drogasil, Grupo DPSP e PanVel. As duas primeiras buscaram os ramos e tecnologia da informação e PBM. Por fim, empresas do setor saúde também adentraram outros setores da economia, como comunicação, imobiliário, construção civil e energia, participações e investimentos.

## Discussão

Os resultados permitem caracterizar mudanças estruturais que se manifestam na organização interna, escopo de atividades, estrutura do capital e financiamento das empresas analisadas. Refletem, em maior ou menor grau, estratégias empresariais e padrões de acumulação no setor saúde brasileiro em um contexto de financeirização.

Tendências comuns foram observadas, especialmente entre as sociedades anônimas. Elas lideram o processo de centralização e concentração do capital no setor <sup>13</sup>, e, nelas, padrões de organização, operação e gestão das corporações associados à dominância financeira <sup>15,16</sup> se expressam mais intensamente e em maiores dimensões. Com a expansão, assumem características de grande empresa moderna <sup>30,31</sup>, multidivisionais, hierarquizadas, diversificadas, com propriedade separada de gerência e objetivos múltiplos. Esses processos, suas expressões diferenciadas nos subsetores e seus desdobramentos são discutidos nesta sessão.

### Organização interna

A forma jurídica mostra o predomínio das sociedades anônimas e o crescimento daquelas de capital aberto, especialmente em farmácias, diagnóstico e planos de saúde. As sociedades por ações são a forma típica da financeirização <sup>15</sup>, na qual a valorização financeira patrimonial pode predominar sobre as funções e ganhos operacionais. Especialmente após a crise de 2008 e em países periféricos, observa-se a valorização das ações das empresas do setor saúde acima dos demais setores <sup>27</sup>.

As empresas brasileiras que abrem capital geralmente passam por um momento anterior de grande investimento e endividamento e têm, na oferta de ações, uma possibilidade para reestruturar o capital, captar recursos e se financiar <sup>37</sup>, algo também observado no setor saúde. A abertura de capital é associada à adoção de novos padrões de governança corporativa orientados pela maximização do valor, o que influencia acesso a capitais de terceiros e o alongamento do perfil das dívidas <sup>32</sup>. Assim, o aumento dessas empresas no setor saúde é acompanhado da profissionalização da gestão. A entrada de capitais externos, entretanto, nem sempre foi associada ou precedeu à abertura de capital, indicando que empresas de capital fechado também se inserem nessa dinâmica.

A maioria das OSS e hospitais são associações privadas, que juridicamente não são entidades empresariais. A legislação relativa às OSS restringe contratos de gestão a entidades sem fins lucrativos <sup>38</sup>. Entre hospitais, a presença de entidades privadas filantrópicas é um traço histórico no sistema de saúde brasileiro, que também inclui hospitais privados lucrativos <sup>39</sup>.

Mesmo não se beneficiando diretamente de capitais externos, trata-se de agentes econômicos relevantes com grande movimentação de recursos <sup>38,40</sup> e inserção em diversas cadeias do setor saúde. Analiticamente, podem ser considerados mais distantes dos circuitos financeiros e com especificidades em seu processo de valorização, mas também passaram por mudanças importantes.

### **Diversificação**

A diversificação <sup>35</sup> de atividades produtivas e assistenciais ocorre em todos os subsetores e formas jurídicas, reforçando as mudanças organizativas e do escopo empresarial. Trata-se de estratégia que viabiliza a entrada em mercados distintos dos originais por meio de novo produto, mercado ou espaço geográfico. Por meio dela, as empresas progressivamente assumem caráter multisetorial e multifuncional, aspectos concorrenciais marcantes na financeirização <sup>16</sup>. Como consequência, são observadas a complexificação da dinâmica de concorrência, a diluição das fronteiras entre subsetores e as mudanças em suas interrelações.

Esse movimento pode ser tanto exógeno quanto endógeno <sup>35</sup>. Nas aquisições ou no crescimento externo, novas estruturas são incorporadas ao comprador, ampliando mercados ou especializações sem incremento na estrutura produtiva e assistencial, somente transferência de propriedade. Já no crescimento interno, desenvolvem-se novas estruturas, processos e capacidades dentro da empresa ou subsidiária. As aquisições foram frequentemente utilizadas para viabilizar a diversificação. Estudos sobre os subsetores revelam que a via interna também tem grande relevância <sup>38,39,41,42,43,44</sup>, tanto em empresas autofinanciadas quanto nas que recebem aportes externos.

A diversificação ocorreu com diferentes direções, intensidades e condicionantes, formando padrões heterogêneos dentro do setor. A diversificação horizontal <sup>35</sup>, quando são ampliados operações e produtos para novas áreas e mercados correlatos às atividades originais, ocorreu em todos os subsetores. A integração vertical <sup>35</sup>, quando um mesmo grupo tem operações e relações patrimoniais em múltiplos níveis da mesma cadeia de valor, foi particularmente notável nas atividades que envolvem planos de saúde, hospitais e diagnóstico. Houve ainda a entrada de grupos e investidores nacionais e transnacionais externos ao setor saúde e a entrada de empresas do setor em outros ramos da economia, formando conglomerados <sup>35</sup>.

### **Estrutura do capital e financiamento**

A estrutura do capital refere-se a como empresas combinam capital próprio e de terceiros para se financiar <sup>32</sup>. Em geral, utilizam estratégias <sup>34</sup> de reinvestimento do lucro (autofinanciamento), captação de recursos externos, via venda de ações e emissão de títulos financeiros (financiamento direto), e empréstimos bancários (financiamento indireto). A utilização dessas opções é condicionada pela estrutura de endividamento e pelas condições do mercado financeiro. Em empresas brasileiras, essa estrutura guarda relações com tamanho, composição dos ativos, padrões de crescimento <sup>33</sup> e governança <sup>32</sup>.

A presença majoritária de grupos nacionais originários do setor saúde no capital e no controle, em sua maioria empresários, família e grupos de médicos, indica que esses ainda têm grande influência nas estratégias de negócios, especialmente em empresas de menor porte. Nas empresas vendidas, tiveram importância na consolidação dos negócios e na busca por compradores. Muitos empresários e famílias fundadoras permanecem acionistas minoritários após a venda.

Todavia, o período analisado retrata um momento de intensificação das operações patrimoniais e crescimento da participação de investidores externos no capital e no controle das principais empresas, ampliando sua influência direta na dinâmica concorrencial de todos os subsetores, exceto OSS. E evidencia uma associação estrutural dos capitais do setor saúde a corporações maiores e aos circuitos financeiros, por meio de uma crescente interdependência patrimonial. O aumento dos valores e volumes de fusões, aquisições e vendas, envolvendo empresas do setor saúde, investidores financeiros e corporações, é corroborado por diversos estudos <sup>6,23,26,28</sup>.

No Brasil, empresas transnacionais do setor saúde, seguradoras, bancos e grupos nacionais tiveram destaque em casos e operações emblemáticas <sup>6,9,11,12</sup>. Todavia, os resultados mostram maior protagonismo dos investidores institucionais, especialmente fundos de investimentos estadunidenses

e brasileiros, que buscam crescentemente o setor saúde no mundo <sup>26,28,29</sup>. Os resultados mostram que o fenômeno antecede a própria liberação do capital estrangeiro em serviços de saúde no país em 2014 <sup>10,14</sup>.

As empresas brasileiras que recebem aportes de fundos de *private equity* <sup>45</sup> apresentam maior rentabilidade, liquidez, crescimento e menor alavancagem. Tal investimento busca empresas emergentes em mercados de crescimento rápido que precisam de capital para financiar-se e, quando entram, já têm saída e expectativa de retorno preestabelecidos, elementos também observados neste estudo. Alguns dos fundos identificados também estão no setor saúde estadunidense <sup>46</sup>, como Bain Capital, Advent, BlackRock, Carlyle e General Atlantic.

As mudanças na estrutura do capital também indicam uma reorientação das estratégias de financiamento, incluindo crescentemente a capitalização por venda de participação societária, ativos e emissão de debêntures. Na financeirização, as posições patrimoniais das corporações ganham cada vez mais importância frente às operações técnico-produtivas, na medida em que ativos e patrimônio passam a funcionar como quase-moedas <sup>15</sup>. O influxo de capitais aumenta a capacidade financeira e a liquidez, permitindo alavancar a acumulação produtiva, a incorporação tecnológica, a obtenção de ganhos de capital e a valorização patrimonial <sup>15</sup>.

Outra consequência é que as decisões de investimento ficam condicionadas à concorrência financeira <sup>16</sup>, que depende da dinâmica dos mercados interconectados internacionalmente e do movimento de agentes financeiros e grandes corporações nacionais e estrangeiras. No setor saúde, observou-se que esse movimento de capitalização potencializa as estratégias internas e externas de crescimento.

A crescente importância do financiamento externo direto não significa que reinvestimento de lucros e empréstimos bancários tenham perdido importância, especialmente entre empresas menores, cooperativas e instituições. Essas não acessam o mercado de capitais e dependem mais do SUS, do orçamento e dos incentivos públicos <sup>38,39</sup>. Além disso, no Brasil, fontes de financiamento indireto como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social podem ser relevantes para hospitais e indústria farmacêutica <sup>39,44</sup>. Ainda assim, o acesso ao capital externo é um diferencial, como mostram os casos de Rede D'Or e Hypermarcas.

Ainda que os resultados indiquem tendências e movimentos gerais, as empresas, seus segmentos e suas estratégias são bastante heterogêneos. Há enormes diferenças, por exemplo, nas estruturas e nos condicionantes dos mercados de produtores de medicamentos e o de hospitais. Além disso, a seleção não buscou ser representativa da totalidade do CEIS ou de cada subsetor, mas abarcar as maiores empresas dos maiores segmentos <sup>36</sup>.

Tais limitações desautorizam generalizações e exigem esforços adicionais para compreender as expressões da financeirização dentro da singularidade da trajetória de cada empresa, da dinâmica interdependente e específica de cada subsetor, da articulação diferenciada deles com os componentes públicos e privados do sistema de saúde. Parte desses aspectos são abordados, de forma exploratória, por outros artigos da pesquisa <sup>38,39,41,42,43,44</sup>.

Se por um lado a heterogeneidade dos agentes econômicos limitou a análise, por outro, a amplitude da seleção permitiu captar a multiplicidade de organizações e formas institucionais presentes no setor saúde. A quantidade e a diversidade de empresas incluídas no BDES-A e o volume de informações organizado são superiores ao de publicações especializadas (*Valor 1000, Melhores & Maiores da Exame*) e bases privadas como Zephyr e Economatica.

## Considerações finais

Durante a implementação do SUS, especialmente nos anos 2000 e 2010, o padrão de acumulação capitalista no setor saúde brasileiro se financeirizou progressivamente. A lógica financeira, em nível nacional e internacional, condiciona, cada vez mais, a concorrência e impulsiona mudanças nos padrões jurídico-organizacionais, de governança, financiamento, propriedade e controle. Gradualmente, as empresas assumem a forma de grandes grupos industriais diversificados e incorporam, no centro de suas estratégias, aportes de investidores, operações patrimoniais e mecanismos financeiros para se capitalizar, expandir-se ou se vender. Esse processo parece ser cumulativo e irreversível, e se mantém ou se acelera, mantendo-se mesmo no contexto de sucessivas crises econômicas no Brasil.

Nas sociedades anônimas, as mudanças foram mais exacerbadas. Inicialmente, expandiram-se por crescimento interno e pelo aumento do ritmo de aquisições de empresas menores, catalisando a concentração e a centralização do capital no país. Crescendo, tornam-se atrativas a investidores financeiros e corporativos nacionais e internacionais e buscam ativamente essa integração visando obter vantagens competitivas.

Eventualmente, são vendidas integralmente por seus proprietários originais, tornando-se subsidiárias de grupos econômicos de maior porte ou vendem parcialmente seu patrimônio (ações ou ativos) a investidores, garantindo liquidez para novos investimentos. Em ambos os casos, ligam-se estruturalmente a capitais externos, ampliando capacidade financeira e criando condições para acelerar ainda mais o próprio processo de acumulação.

Assim, elevam expectativas de retornos futuros e valorização patrimonial. O ciclo recomeça com a atração de novos investidores, também influenciados pela conjuntura econômica nacional e internacional que condiciona os influxos de capitais externos e a busca por ativos em países periféricos e setores específicos.

Embora nesse contexto as empresas brasileiras do setor saúde tenham crescido, os maiores grupos econômicos e financeiros nacionais e os maiores grupos do setor saúde no mundo ainda estão em outro patamar<sup>40</sup>. Portanto, mesmo que as empresas estudadas se beneficiem da lógica financeira, elas são intermediárias periféricas e subordinadas a um processo ampliado de valorização no qual se envolvem e são envolvidas em fluxos crescentes de capital entre os mercados brasileiros da saúde e os circuitos financeiros nacionais e internacionais.

Os achados condizem com a lógica sistêmica da dinâmica das corporações e da concorrência no contexto da financeirização<sup>15,16</sup> e se manifestaram em todos os subsetores, com destaque para planos e seguros de saúde. Todavia, as mudanças estruturais identificadas se expressam de forma heterogênea entre empresas e subsetores e exigem análises específicas que considerem suas dinâmicas próprias. A inserção de cada um no processo de financeirização só pode ser compreendida dentro da singularidade dos mercados e das empresas consideradas.

As transformações nos padrões de acumulação podem ter impactos nos custos, nos padrões assistenciais e tecnológicos, com potenciais repercussões nas desigualdades de acesso e distribuição de recursos. Assim, uma melhor compreensão da dinâmica capitalista do setor saúde no Brasil deve considerar não apenas o movimento do investimento e do gasto público, da inovação e da balança comercial.

A financeirização se mostra um determinante histórico e estrutural dos sistemas de saúde capaz de impulsionar transformações técnicas, políticas e assistenciais nas quais a lógica econômica e financeira dificilmente será compatibilizada com as necessidades e direitos coletivos. No Brasil, o assunto ganha ainda mais relevância dado o tamanho e a influência do setor privado nas políticas de saúde e a restrição dos gastos sociais.

## Colaboradores

L. V. Mattos participou da concepção, metodologia, coleta, sistematização e análise de dados e elaboração do texto final. E. M. C. L. Carvalho participou da metodologia, coleta e sistematização de dados e aprovação do texto final. D. V. S. Barbosa participou da metodologia, coleta e sistematização de dados e aprovação do texto final. L. Bahia participou da concepção, metodologia, revisão e aprovação do texto final.

## Informações adicionais

ORCID: Leonardo Vidal Mattos (0000-0003-4800-0010); Elza Maria Cristina Laurentino de Carvalho (0000-0002-9517-7161); Diego Viegas Sato Barbosa (0000-0002-1328-3252); Ligia Bahia (0000-0001-8730-2244).

## Agradecimentos

Ao Grupo de Pesquisa e Documentação sobre o Empresariamento da Saúde, ao Instituto de Estudos em Saúde Coletiva, e à Universidade Federal do Rio de Janeiro por sediarem a pesquisa; ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pelo financiamento; a José Carlos Braga pela contribuição teórica e intelectual para o desenvolvimento da pesquisa; a Christine Alves pela contribuição no desenvolvimento do método; a Artur Monte-Cardoso, Lucas Andrietta e Mario Scheffer pela leitura e sugestões; aos pareceristas pela revisão e comentários e a Rosy Cunha por todo o apoio durante a pesquisa.

## Referências

- Braga JCS, Paula SG. Saúde e previdência: estudos de política social. São Paulo: Hucitec Editora; 2018.
- Cordeiro H. A indústria da saúde no Brasil. Rio de Janeiro: Graal; 1980.
- Cordeiro H. As empresas médicas. Rio de Janeiro: Graal; 1984.
- Vianna CMM. Estruturas do sistema de saúde: do complexo médico-industrial ao médico-financeiro. *Physis (Rio J.)* 2002; 12:375-90.
- Andreazzi MFS, Kornis GE. Padrões de acumulação setorial – finanças e serviços nas transformações contemporâneas na saúde. *Ciênc Saúde Colet* 2008; 13:1409-20.
- Hiratuka C, Rocha MAM, Sarti F. Mudanças recentes no setor privado de serviços de saúde no Brasil: internacionalização e financeirização. In: Gadelha P, Noronha JC, Dain S, Pereira TR, organizadores. *Brasil saúde amanhã: população, economia e gestão*. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz; 2016. p. 189-220.
- Gadelha CAG. O complexo industrial da saúde e a necessidade de um enfoque dinâmico na economia da saúde. *Ciênc Saúde Colet* 2003; 8:521-35.
- Gadelha CAG, Temporão JG. Desenvolvimento, inovação e saúde: a perspectiva teórica e política do Complexo Econômico-Industrial da Saúde. *Ciênc Saúde Colet* 2018; 23:1891-902.
- Bahia L. Financeirização da assistência médico-hospitalar no Governo Lula. In: Machado CV, Baptista TWF, Lima LD, organizadores. *Políticas de saúde no Brasil: continuidades e mudanças*. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz; 2012. p. 91-113.
- Scheffer M. O capital estrangeiro e a privatização do sistema de saúde brasileiro. *Cad Saúde Pública* 2015; 31:663-6.
- Bahia L, Scheffer M, Tavares LR, Braga IF. From health plan companies to international insurance companies: changes in the accumulation regime and repercussions on the health-care system in Brazil. *Cad Saúde Pública* 2016; 32 Suppl 2:e00154015.
- Sestelo JAF. Planos de saúde e dominância financeira. Salvador: EdUFBA; 2018.
- Andrietta LS. Acumulação de capital na saúde brasileira: estudo exploratório de setores e empresas selecionadas [Tese de Doutorado]. Campinas: Universidade Estadual de Campinas; 2019.
- Santos M, Filippin J, Mendes A, Kondilis E. International trade and health care in Brazil: an unpredicted tale threatening health care entitlement? *Int J Health Serv* 2019; 49:343-59.
- Braga JCS. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza no capitalismo contemporâneo. In: Tavares M, Fiori J, organizadores. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. São Paulo: Editora Vozes; 1997. p. 195-242.
- Braga JC, Oliveira GC, Wolf PJW, Palludeto AWA, Deos SS. For a political economy of financialization: theory and evidence. *Economia e Sociedade* 2017; 26 n. spe:829-56.
- Fine B. The continuing enigmas of social policy. In: Yi I, editor. *Towards universal health care in emerging economies*. London: Palgrave Macmillan; 2017. p. 29-59.



18. Sestelo JA, Cardoso AM, Braga IF, Mattos LV, Andrietta LS. Financeirização das políticas sociais e da saúde no Brasil do século XXI: elementos para uma aproximação inicial. *Economia e Sociedade* 2017; 26:1097-126.
19. Lavinias L. The takeover of social policy by financialization: the Brazilian paradox. New York: Palgrave Macmillan; 2017.
20. Cordilha AC, Lavinias L. Transformações dos sistemas de saúde na era da financeirização. *Lições da França e do Brasil. Ciênc Saúde Colet* 2018; 23:2147-58.
21. Viana ALA, Silva HP. Meritocracia neoliberal e capitalismo financeiro: implicações para a proteção social e a saúde. *Ciênc Saúde Colet* 2018; 23:2107-18.
22. Mendes A, Marques RM. O financiamento do SUS sob os “ventos” da financeirização. *Ciênc Saúde Colet* 2009; 14:841-50.
23. Angeli F, Maarse H. Mergers and acquisitions in Western European health care: exploring the role of financial services organizations. *Health Policy* 2012; 105:265-72.
24. Bayliss K. The financialisation of health in England: lessons from the water sector. Leeds: Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development Project; 2016. (FESSUD Working Paper, 131).
25. Lethbridge J. Health care reforms and the rise of global multinational health care companies. London: Public Services International; 2015.
26. Bain & Company. Global healthcare private equity and Corporate M&A Report. Boston: Bain & Company Incorporation; 2019.
27. Krech R, Kickbusch I, Franz C, Wells N. Banking for health: the role of financial sector actors in investing in global health. *BMJ Glob Health* 2018; 3 Suppl 1:e000597.
28. Vural IE. Financialisation in health care: an analysis of private equity fund investments in Turkey. *Soc Sci Med* 2017; 187:276-86.
29. Hunter BM, Murray SF. Deconstructing the financialization of healthcare. *Dev Change* 2019; 50:1263-87.
30. Chandler AD. Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism. Cambridge: Harvard University Press; 2009.
31. Dantas A, Kertsnetzky J, Prochnik V. Empresa, indústria e mercados. In: Kupfer D, Hasenclever L, organizador. *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas*. Rio de Janeiro: Elsevier; 2013. p. 15-24.
32. Fonseca CVC, Silveira RLF, Hiratuka C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque Reflexão Contábil* 2016; 35:35-52.
33. Brito GAS, Corrar LJ, Batistella FD. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças* 2007; 18:9-19.
34. Pinto Jr. HQ. Estratégias de Financiamento. In: Kupfer D, Hasenclever L, organizadores. *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas*. Rio de Janeiro: Elsevier; 2013. p. 275-81.
35. Britto J. Diversificação, competências e coerência produtiva. In: Kupfer D, Hasenclever L, organizadores. *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas*. Rio de Janeiro: Elsevier; 2013. p. 193-210.
36. Bahia L, Dal Poz M, Levcovitz E, Costa LS, Mattos L, Andrietta L, et al. Financeirização do setor saúde no Brasil: desafios teóricos e metodológicos à investigação de empresas e grupos empresariais. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00004420.
37. Oliveira BC. Fatores determinantes para abertura de capital de empresas brasileiras [Dissertação de Mestrado]. São Paulo: Universidade de São Paulo; 2011.
38. Turino F, Fernandes LEM, Soares GB, Castro GB, Salles SM, Zaganelli JC, et al. Seguindo o dinheiro: análise dos repasses financeiros do Município do Rio de Janeiro, Brasil, para as organizações sociais de saúde. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00350020.
39. Silva MSM, Travassos C. A dinâmica capitalista no setor hospitalar privado no Brasil entre 2009 e 2015. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00188721.
40. Andrietta LS, Monte-Cardoso AM. Análise de demonstrações financeiras de empresas do setor de saúde brasileiro (2009-2015): concentração, centralização de capital e expressões da financeirização. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00006020.
41. Monte-Cardoso A, Andrietta LS. Crescimento, centralização e financeirização de Serviços de Apoio Diagnóstico e Terapêutico (SADT) no Brasil: estudo de empresas selecionadas entre 2008 e 2016. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00220120.
42. Mattos LV, Silva RM, Silva FRP, Luiza VL. Das farmácias comunitárias às grandes redes: provisão privada de medicamentos, sistema de saúde e financeirização no varejo farmacêutico brasileiro. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00085420.
43. Sestelo JAF, Tavares LR, Silva MSM. Planos e seguros de saúde: a financeirização das empresas e grupos econômicos controladores do esquema comercial privativo de assistência no Brasil. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00075621.
44. Rodrigues PHA, Silva EDFC, Kiss C. Mudanças recentes e continuidade da dependência tecnológica e econômica na indústria farmacêutica no Brasil. *Cad Saúde Pública* 2022; 38 Suppl 2:e00104020.
45. Sincerre BP, Sampaio J, Famá R, Flores ES. Impacto dos fundos de Private Equity e Venture Capital no desempenho operacional e financeiro pós IPO nas empresas brasileiras investidas. *BBR Brazilian Business Review* 2019; 16:87-101.
46. Robbins CJ, Rudsenske T, Vaughan JS. Private equity investment in health care services. *Health Aff (Millwood)* 2008; 27:1389-98.

## Abstract

*This study aims to analyze the shareholding dimension of changes in companies and corporate groups in the Brazilian health sector from 2008 to 2017. The idea was to understand the strategies of accumulation in a context of financialization, defined as a systemic pattern of wealth in contemporary capitalism. The shareholding changes were submitted to descriptive and exploratory analysis based on different sources. We studied 58 companies from the subsectors of health plans, pharmacies, hospitals, diagnostics, pharmaceutical industry, and social organizations. Data were collected on the legal structure, ownership, and control, equity operations, and economic and patient care activities. Despite the heterogeneity of the companies and their strategies, the results point to an increase in the presence of domestic and international investors, changes in internal organization, capital, financing, and diversification of activities. The companies that stood out were actively pursuing capitalization via foreign investments, purchase and share of assets and shares, and mergers and acquisitions, accelerating the process of expansion, accumulation, and shareholding and financial appreciation. The result is an increase in capital flows and growing integration of economic and patient care structures in the Brazilian health sector with financial circuits, thereby linking peripheral intermediate companies to an expanded process of accumulation under financial dominance. The findings corroborate striking aspects of corporate dynamics in financialization that increasingly influence health systems in Brazil and the world.*

*Health Systems; Health Economic; Health Policy*

## Resumen

*El objetivo de este trabajo es analizar la dimensión patrimonial de cambios en empresas y grupos económicos del sector salud en Brasil entre 2008 y 2017. Se busca comprender las estrategias de acumulación en un contexto de financiarización, comprendida como un patrón sistémico de la riqueza en el capitalismo contemporáneo. Los cambios patrimoniales fueron analizados de forma descriptiva y exploratoria a partir de diferentes fuentes. Se estudiaron 58 empresas de los subsectores de planes de salud, farmacias, hospitales, diagnóstico, industria farmacéutica y organizaciones sociales. Se recogieron datos sobre forma jurídica, propiedad y control; operaciones patrimoniales; actividades económicas y asistenciales. A pesar de la heterogeneidad de las empresas y sus estrategias, los resultados apuntan el aumento de la presencia de inversores nacionales e internacionales, cambios en la organización interna, estructura del capital, financiación y diversificación de actividades. Las que más se destacan buscaron activamente la capitalización a partir de inversiones externas, compra y venta de activos y acciones, fusiones y adquisiciones aceleraron el proceso de expansión, acumulación y valorización patrimonial-financiera. El resultado es el aumento del flujo de capitales y la creciente integración de las estructuras económicas y asistenciales del sector salud brasileño en los circuitos financieros, haciendo que las empresas intermediarias periféricas se coordinaran con un proceso ampliado de acumulación, auspiciado por el dominio financiero. Los resultados convergen con aspectos marcantes de la dinámica de las corporaciones en la financiarización, que influyen cada vez más los sistemas de salud en Brasil y en el mundo.*

*Sistemas de Salud; Economía de la Salud; Política de Salud*

---

Recebido em 30/Jun/2020

Versão final reapresentada em 28/Ago/2020

Aprovado em 08/Set/2020