



Texto para Discussão 001 | 2021

Discussion Paper 001 | 2021

Financeirização dos planos de saúde: o caso das operadoras líderes no Brasil (2007-2019)

Norberto Montani Martins

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: norberto.martins@ie.ufrj.br

Carlos Octávio Ocké-Reis

Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

E-mail: carlos.ocke@ipea.gov.br

Daniel Chaves Drach

Assistente de pesquisa na Disoc/Ipea.

E-mail: daniel.drach@gmail.com

This paper can be downloaded without charge from
<https://www.ie.ufrj.br/publicacoes-j/textos-para-discussao.html>

Financeirização dos planos de saúde: o caso das operadoras líderes no Brasil (2007-2019)¹

Healthcare Financialization: The Case of Leader Firms in the Market of Health Insurance Plans in Brazil (2007-2019)

Janeiro, 2021

Norberto Montani Martins

Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro

E-mail: norberto.martins@ie.ufrj.br

Carlos Octávio Ocké-Reis

Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

E-mail: carlos.ocke@ipea.gov.br

Daniel Chaves Drach

Assistente de pesquisa na Disoc/Ipea.

E-mail: daniel.drach@gmail.com

Resumo

O trabalho tem como objetivo geral caracterizar o processo de financeirização das operadoras líderes no mercado de planos de saúde no Brasil no período 2007-2019. Mais especificamente, analisa-se as estratégias de gestão dessas empresas, tal como expressas pelos movimentos registrados em seus balanços patrimoniais, a partir de três óticas distintas: (i) portfólio; (ii) endividamento; (iii) maximização do valor para os acionistas. Para esta análise utiliza-se os dados econômico-financeiros e as

¹ Os autores agradecem a Ana Carolina Cordilha, Denise Gentil, Eduardo Costa Pinto, José Antônio Sestelo, Lena Lavinias, Lucas Bressan de Andrade, Marcos Reis e Pedro Salles pelas conversas e sugestões ao trabalho. É importante frisar que o resultado final, inclusive eventuais erros e imprecisões, é de inteira responsabilidade dos autores.

demonstrações contábeis das operadoras de planos de saúde disponibilizados pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS). É possível observar um maior engajamento das operadoras na aplicação em ativos financeiros, mas a relevância dos ganhos financeiros para o processo de acumulação das operadoras é baixa. Do ponto de vista do endividamento, não há indicações que essas empresas se tornaram mais dependentes de dívidas, subordinando-se aos ditames de credores e a elevados custos financeiros. Por fim, os dados indicam mudanças na estrutura de capital de mais da metade das operadoras, com o lançamento de ações e alinhamento das práticas gerenciais aos padrões de governança corporativa estabelecidos nos mercados de capitais. A conclusão geral indica que o processo de financeirização das operadoras de planos de saúde ainda não encontra uma forma propriamente acabada; ele está em curso e poderá se aprofundar ainda mais nos próximos anos.

Palavras-chave: Planos de saúde; Operadoras líderes; Financeirização.

1 Introdução

As duas primeiras décadas do século XXI trouxeram mudanças significativas para o mercado de planos de saúde no Brasil.

A primeira década foi marcada por um paradoxo: os avanços do Sistema Único de Saúde (SUS), pautado pela universalidade e integralidade, não implicaram a diminuição do setor privado, uma vez que um processo não ocorreu em detrimento do outro, caracterizando uma trajetória repleta de contradições (Ocké-Reis, 2009).

Essa trajetória permeou o conjunto das políticas sociais adotadas pelo governo federal (Lavinias, 2017). Na saúde, em particular, os recursos aplicados no SUS em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) mantiveram-se estáveis, ao passo que o gasto tributário em saúde se ampliou, fato que acabou reproduzindo, a um só tempo, o mercado de serviços de saúde e o sistema de saúde duplicado (Lavinias e Gentil, 2018; Ocké-Reis, 2018).

A partir de 2014, entretanto, a tentativa de mercantilização do SUS e privatização do sistema de saúde se acentuou, especialmente após a recessão e a aprovação do teto dos gastos públicos no Congresso Nacional em 2016 (Emenda Constitucional n.º 95). Essa medida reduziu em termos reais os recursos alocados pelo governo federal na saúde (Moretti, Funcia e Ocké-Reis, 2020), minando os objetivos do SUS e abrindo espaço para o mercado ocupar espaços abandonados pelas políticas de saúde.

Na verdade, nas duas últimas décadas, a dinâmica de acumulação capitalista do mercado de planos de saúde refletiu, à primeira vista, o avanço do processo de financeirização da economia brasileira – fenômeno que vem recebendo cada vez mais atenção nos últimos anos (Braga *et al.*, 2017). No setor privado de saúde, Sestelo (2018b) elenca diversos aspectos relevantes dessa nova configuração, dentre os quais destacamos o aumento das participações societárias de fundos de investimento e a hipertrofia dos departamentos financeiros das empresas de saúde suplementar.

Destaca-se que:

as empresas de planos e seguros de saúde no Brasil assumiram feição nitidamente financeira e a presença de seus representantes nos centros de decisão governamental tornou-se frequente e visível (Bahia *et al.*, 2016, p. S2).

Na literatura se avançou também na análise de outros aspectos dessas transformações, como a internacionalização das empresas de saúde, a concentração e centralização do mercado de serviços de saúde, bem como as trajetórias empresariais de operadoras como Amil, Bradesco Saúde e Qualicorp (Sestelo *et al.*, 2017; Hiratuka, Rocha e Sarti, 2016; Bahia *et al.*, 2016; Ocké-Reis, 2012; Andreazzi e Kornis, 2008).

É possível constatar, portanto, que a literatura especializada interpreta que o mercado de planos vem passando por um intenso e abrangente processo de financeirização, que nos exige compreender suas especificidades dentro do sistema de saúde:

A tentativa de abrir a caixa-preta da esfera financeira de um setor voltado a cuidar da saúde é um desafio considerável, implica esquadrihar espaços financeiros internacionais, *examinar a lógica interna da adesão às estratégias de financeirização* e mapear tensões e conflitos entre agentes sociais e, compreender a gênese e o curso das políticas que tecem o pano de fundo para viabilizar mercados, especialmente para evitar interpretações alicerçadas em previsões abstratas (Bahia *et al.*, 2016, p. S10, grifo nosso).

Neste trabalho, temos como objetivo avaliar empiricamente esse fenômeno, buscando examinar o comportamento das empresas. De modo específico, analisamos as estratégias de gestão e os movimentos registrados nos balanços patrimoniais das operadoras líderes, no período compreendido entre 2007 e 2019. Do ponto de vista metodológico, utiliza-se como referência os dados econômico-financeiros e as demonstrações contábeis das operadoras de planos de saúde,

disponibilizados pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), em linha com Davis (2016) e Rabinovich (2019), dentre outros. Os critérios de seleção das operadoras líderes serão explicados adiante, mas é possível adiantar que elas respondiam, globalmente, em 2019, por 41,5% dos ativos totais do setor e agregavam 34,4% do total de consumidores de planos de saúde, conforme dados da ANS.

Deste modo, sem desconhecer os efeitos da adesão das operadoras líderes às estratégias de financeirização sobre o padrão de competição do mercado, adotamos uma linha de investigação exploratória, buscando evidenciar no plano concreto as suposições levantadas pela literatura.

Para além desta introdução, o trabalho se subdivide em mais duas seções, seguidas das considerações finais. A segunda seção fornece uma primeira aproximação do enfoque teórico-metodológico desta pesquisa. A terceira seção apresenta os critérios utilizados para selecionar as operadoras líderes e mensura e analisa diferentes indicadores de financeirização dessas empresas. Por fim, as considerações finais sintetizam os principais resultados deste trabalho.

2 Dimensão Teórico-Metodológica: Uma Primeira Aproximação

A dominância financeira, ou financeirização, pode ser compreendida como um padrão sistêmico de reprodução da riqueza, que envolve todo sistema socioeconômico, caracterizado pela crescente parcela de ativos financeiros na riqueza, tornando as finanças a força motriz da atividade econômica (Braga *et al.*, 2017; Braga, 1997).

Essa financeirização estabelece novas formas de definir, gerenciar e realizar a riqueza, que afetam as decisões de gasto dos atores econômicos e impactam as relações entre o Estado e o capital – determinando, assim, o desenho das políticas econômicas, sociais e regulatórias. Afinal de contas, como é sistêmica, impacta horizontalmente todas as áreas da reprodução social, e, nos últimos anos, encontrou um novo nicho de expansão nos serviços tradicionalmente organizados pelo Estado, inclusive na saúde.

Essa discussão teórica sobre o fenômeno da financeirização encontra diversas vertentes como as abordagens marxista, regulacionista e pós-keynesiana (Van Der Zwan, 2014; Leal, 2020). No campo da saúde coletiva, a maior parte dos estudos favoreceu as duas primeiras abordagens, uma vez que oferecem um tratamento mais desenvolvido acerca das mudanças institucionais associadas ao processo de financeirização.

Como apontado por Sestelo (2018), a assistência à saúde foi historicamente pensada de forma apartada do universo das finanças globais, mas o avanço da financeirização não permite mais essa abordagem. Apesar disto, a literatura acompanhou os processos de concentração, centralização e internacionalização do capital, especialmente por meio da influência de controladores estrangeiros e fundos de investimento (Lavinhas e Gentil, 2018; Hiratuka, Rocha e Sarti, 2016; Andreazzi e Kornis, 2008; Andreazzi e Kornis, 2003). Outros trabalhos optaram por realizar estudos de caso de empresas específicas, desenvolvendo análises ou resenhas principalmente qualitativas sobre a evolução societária e os principais resultados

financeiros dessas companhias (Sestelo, 2018a; Bahia *et al.*, 2016; Sestelo, Souza e Bahia, 2013).

Este trabalho propõe uma abordagem metodológica diferente para caracterizar os desdobramentos do processo de financeirização do mercado de planos de saúde. Ele toma como ponto de partida a literatura empírica sobre financeirização das firmas² e busca compreender quais as características desse processo que podem ser observadas nas firmas financeirizadas e como elas se manifestam em indicadores a partir de seus balanços patrimoniais.

A literatura tradicional de financeirização enfoca as empresas não-financeiras, cujo tratamento empírico não é tarefa simples:

O conceito de ‘financeirização da empresa não-financeira’ na literatura existente não é claro, refletindo a variada extensão do fenômeno explorado sob o guarda-chuva da financeirização. Enquanto várias mudanças no comportamento financeiro das empresas tenham sido isoladas, a literatura não inclui uma discussão sistemática dos principais fatos estilizados que resumiriam a ‘financeirização das corporações não financeiras’ ou como essas mudanças no comportamento financeiro são vinculadas. Contudo, é necessário compreender precisamente como o comportamento financeiro das empresas não-financeiras mudou antes de tentar explicar por que essas mudanças ocorrerão ou quais suas consequências (Davis, 2016, p. 116).³

² Existem vários trabalhos que discutem as mudanças pelas quais passaram as firmas, tanto a partir das discussões sobre a mundialização do capital (Chesnais, 1996), quanto no recém-publicado Routledge International Handbook of Financialization (Mader, Mertens e van der Zwan, 2020).

³ Tradução livre do original: The concept of the “financialization of the nonfinancial firm” in the existing literature is unclear, reflecting the varied range of phenomena explored under the umbrella of financialization. While various changes in firm financial behavior have been isolated, the literature does not include a systematic discussion of the key stylized facts that summarize the “financialization of nonfinancial corporations” or of how these changes in financial behavior are linked. It is, however,

Contudo, as firmas sob análise não podem ser caracterizadas de forma precisa como empresas não financeiras. Por um lado, os planos de saúde têm como finalidade garantir a prestação de um serviço aos seus usuários e, assim, se assimilariam às firmas não-financeiras tradicionais. Por outro lado, as empresas desse segmento estão, essencialmente, envolvidas num processo de intermediação financeira: é plausível pensar o funcionamento de tais planos na qualidade de terceiro-pagador, uma vez que para se proteger dos custos associados ao risco de adoecer, os indivíduos pagam uma contribuição prévia aos planos de saúde, cujos sistemas privados de financiamento da cobertura de riscos em saúde intermedeiam a relação entre consumidores e prestadores médico-hospitalares.⁴

É preciso, assim, compreender de forma mais profunda as diferentes formas de organização e atuação das operadoras para conseguirmos identificar como as formas de “definir, gerenciar e realizar a riqueza” centradas nas finanças e nos ativos financeiros podem afetar o funcionamento do mercado e, em última análise, a própria capacidade de governança do SUS. Teriam essas firmas passado por um inédito processo de financeirização ou já seriam no ponto de partida empresas com essas características?

A literatura sobre financeirização pouco informa sobre essa problemática. Por exemplo, Davis (2016) analisa os dados dos balanços de firmas não-financeiras nos Estados Unidos e sintetiza alguns fatos estilizados que descrevem o “comportamento financeirizado” dessas empresas, a saber: aumento da parcela de ativos financeiros no portfólio de investimentos das empresas em relação ao seu

necessary to understand precisely how NFC financial behavior has changed before attempting to explain why these changes have occurred, or with what consequences.

⁴ Como assinala Phelps (1997), tais planos seguram contra o risco derivado de adoecer, isto é, contra os custos decorrentes de uma necessidade de uso dos bens e serviços privados de saúde. Segundo o autor, os gastos associados à atenção médica criam o risco financeiro contra o qual o plano é designado a proteger. Desse modo, não se segura a “saúde”, porque essa tecnologia não está disponível: para se proteger contra os riscos associados aos gastos com assistência médica, se paga, antecipadamente, aos planos e seguros de saúde, com vistas a uma utilização potencial.

capital fixo; crescimento na alavancagem dos balanços das grandes empresas;⁵ e mudança no papel do financiamento acionário, que se reflete no aumento nas operações de recompra de ações (*stock buybacks*).

Paralelamente, tendo em mente o caso brasileiro, Fonseca, Silveira e Hiratuka (2019) analisam a influência dos investidores institucionais⁶ sobre as estratégias de empresas não-financeiras brasileiras com capital aberto na Bolsa de Valores (BV). Os autores concluem que a maior presença desses investidores parece não ter influenciado a política de distribuição de dividendos, mas encontram uma relação positiva entre essa variável e o peso dos investimentos em ativos financeiros nos balanços das companhias.

Nessa linha, Rabinovich e Artica (2020) analisam os dados de empresas latino-americanas e verificam que, somente no caso das firmas não-financeiras brasileiras listadas na BV, é possível identificar uma relação positiva entre os investimentos financeiros e a renda financeira auferida. Concluem que o deslocamento da acumulação para a esfera financeira parece indicar uma adesão ao processo de financeirização.

No caso específico das operadoras dos planos de saúde, a partir das evidências empíricas, apresentando elementos que se misturam com a análise convencional

⁵ A crescente dependência de recursos externos foi uma das bases da estratégia de alavancagem das empresas de planos e seguros de saúde no Brasil nos anos 2000. Essa estratégia teria sido caracterizada pela "(...) obtenção de recursos para expansão via *abertura de ações, debêntures, empréstimos internacionais e associações com bancos de investimentos*" (Bahia, 2013, p. 65, grifo nosso).

⁶ Empresas, organizações, condomínios e outras formas jurídicas que tem como propósito principal realizar investimentos em ativos financeiros, tanto em nome próprio, quanto de terceiros, nos mercados financeiro e de capitais. Incluem fundos de investimento, fundos de pensão e previdência, seguradoras, dentre outros. Em geral, qualificam-se como tal pelo grande volume de recursos que gerem/controlam. No Brasil, o conceito de "investidores institucionais" confunde-se com os chamados "investidores profissionais", tal como definidos no artigo 9º-A da Instrução nº 539, da Comissão de Valores Mobiliários, de 2013.

dos processos de financeirização de empresas não-financeiras, podemos caracterizá-las da seguinte forma:

“(i) movimentos de entrada e saída de fundos de investimento globais em participações societárias; (ii) **ofertas públicas de ações em bolsas de valores**; (iii) composição de holdings controladoras multisetoriais, multifuncionais e multinacionais; (iv) **hipertrofia dos departamentos financeiros em empresas não financeiras**; (v) montagem de Cadeias de Valor multisetoriais articuladas de forma a garantir resultados globais positivos não alcançáveis pela ação fiscalizatória de órgãos de governo; (vi) *produção de resultados financeiros importantes a partir de bases operacionais não financeiras estáveis*; (vii) crescente influência política na formulação de agendas setoriais e marcos legais *ad hoc*; (viii) crescente influência ideológica de seus *think tanks* corporativos financiados por recursos das empresas (Sestelo, 2018b, p. 2032, grifo nosso).

É a conjunção entre tais perspectivas teóricas e metodológicas mencionadas acima, que balizará o desenvolvimento da investigação sobre esse processo de financeirização. Como já indicamos, a literatura convencional é insuficiente para tratar de um mercado tão *sui generis*: a presença de agentes econômicos, cuja natureza é, a um só tempo, financeira e não-financeira. Vale dizer, a ênfase de um aspecto ou outro foi determinada pela forma organizacional assumida pela operadora na origem, isto é, se era, por exemplo, uma seguradora de saúde ou uma cooperativa médica, embora hoje o padrão de competição do mercado seja polarizado pela “dominância financeira”.

Entretanto, nossa preocupação central agora é fornecer uma base empírica robusta para comprovar as mudanças qualitativas que distinguem tal processo de financeirização, construindo uma ponte entre a economia política e as estratégias de gestão e os movimentos registrados nos balanços patrimoniais das operadoras líderes, extrapolando os limites de uma visão economicista, que seria insuficiente para examinar *a posteriori* as implicações econômicas, políticas e assistenciais desse fenômeno sobre o contraditório *mix* público/privado no sistema de saúde brasileiro.

Esse trabalho, portanto, deve ser compreendido como um primeiro passo, onde será avaliado três grupos de indicadores, cada qual associado a uma hipótese específica sobre o efeito da financeirização sobre as operadoras líderes.

A primeira hipótese sustenta que a financeirização expressa-se em um engajamento cada vez maior na acumulação financeira, desvinculada da prestação de serviços, de onde as firmas auferirão uma parcela cada vez maior de seus lucros. Isso se refletiria, principalmente, em dois indicadores: (i) um aumento da parcela dos ativos financeiros sobre o total de ativos e (ii) um aumento do peso dos lucros financeiros no lucro total (Rabinovich, 2019; Auvray e Rabinovich, 2019).

A segunda hipótese a ser tratada diz respeito ao lado do passivo financeiro das empresas. É possível que as firmas se insiram num processo de financeirização, a partir da crescente dependência de recursos de terceiros para financiar suas atividades (Guttmann, 2018). Com isso, elas estariam sujeitas às exigências dos credores. Isso se expressaria de duas formas possíveis: (i) um aumento constante da alavancagem e (ii) um aumento das despesas financeiras sobre os lucros.

A terceira e última hipótese trata de um caso associado mais diretamente às empresas de capital aberto, cujas ações são negociadas em BVs. Essas empresas teriam registrado uma mudança substancial no processo de gestão, voltada não mais para o crescimento das firmas, mas para a maximização do valor para o acionista (van der Zwan, 2014). A preconização do acionista será investigada a partir dos fatos relevantes divulgados pelas operadoras de capital aberto. A hipótese subjacente é que nas firmas financeirizadas será possível verificar uma adesão a práticas de governança alinhadas à maximização do valor para o acionista.⁷

Antes de mensurar e analisar esses três grupos de indicadores, que podem atestar se e em que medida as operadoras líderes gravitam em torno do processo de

⁷ Apesar do foco ser nas empresas de capital aberto, é importante sublinhar que essa lógica se reproduz também nas firmas de capital fechado, como podemos observar na atuação dos fundos de *private equity* e de outros atores financeiros que passaram a exercer maior controle sobre a gestão das operadoras de planos de saúde (Bahia, 2013; Lavinias e Gentil, 2018).

financeirização no Brasil, apresentaremos as características organizacionais e a situação econômico-financeira das operadoras líderes selecionadas no mercado de planos de saúde.

3 As operadoras líderes estão financeirizadas?

Esta seção pretende responder de forma preliminar se as operadoras líderes, que foram selecionadas a partir de critérios multidimensionais, estão financeirizadas. Deste modo, após descrever sucintamente a situação econômico-financeira de tais operadoras, por meio da construção de indicadores, avaliaremos de que modo o movimento de financeirização penetrou na sua lógica de funcionamento.

3.1 Seleção das operadoras líderes

As operadoras líderes são aquelas capazes de influenciar a configuração e a dinâmica do mercado de planos de saúde, buscando lucros extraordinários e ditando os padrões organizacionais e operacionais do mercado. O objeto da competição dessas empresas consiste nas carteiras de usuários de planos de assistência médica empresariais, ainda que com alguma especialização geográfica, objetivando o crescimento do prêmio total auferido e a obtenção de economias de escala a partir de um elevado número de usuários (Ocké-Reis, Andreazzi e Silveira, 2006).

Para fins deste trabalho, a seleção das operadoras líderes foi realizada a partir de critérios multidimensionais, levando-se em conta: (i) o tamanho do ativo da operadora em relação ao ativo total do setor;⁸ (ii) o *market share* de cada operadora em termos de número de usuários⁹; e (iii) se a operadora tinha capital aberto em bolsa ou não. O Quadro 1 condensa as principais informações das operadoras selecionadas.

⁸ O ativo total do setor foi calculado somando-se os ativos de todas as operadoras de planos de saúde privados com registro ativo na ANS, exceto as operadoras organizadas como Odontologia de Grupo ou Cooperativa odontológica. A exclusão justifica-se em função da oferta de produtos e serviços diferenciados que não competem livremente com os planos de saúde focados em assistência médica. Algumas operadoras maiores, porém, atuam tanto na área de assistência médica, quanto na área de assistência odontológica. Após as exclusões, a amostra totalizou 832 empresas, cujos ativos totais eram de R\$ 158 bilhões em dezembro de 2019.

⁹ Valem as observações mencionadas na nota de rodapé acima: somam-se os usuários de todas as operadoras de planos de saúde privados com registro ativo na ANS, exceto as operadoras organizadas como Odontologia de Grupo ou Cooperativa odontológica.

Dentre as operadoras líderes selecionadas, são classificadas como medicina de grupo a Amil, a Hapvida e a Notre Dame Intermédica. Além de mais tradicionais, possuem, em geral, uma estrutura verticalizada, oferecendo atendimento em sua rede própria aos usuários. A presença da rede assistencial, sob mesma estrutura empresarial, acaba permitindo a gestão verticalizada dos custos, que pode oferecer vantagens competitivas.

Quadro 1 - Características das operadoras líderes no mercado de planos de saúde, 2019

Operadoras	Capital aberto	Rede própria	Modalidade organizacional	Usuários (milhões) ²	Market share ²	
					Usuários	Ativo
Amil ¹	-	X	Medicina de Grupo	3,1	6,6%	11,2%
Hapvida	X	X	Medicina de Grupo	2,4	5,2%	1,7%
Qualicorp	X	-	Admin. de benefícios	-	-	0,7%
Central Nac. Unimed	-	X	Cooperativa Médica	1,7	3,6%	1,6%
Unimed-BH	-	X	Cooperativa Médica	1,3	2,7%	2,3%
Notre Dame	X	X	Medicina de Grupo	2,5	5,2%	5,4%
Bradesco Saúde	-	-	Seguradora de Saúde	3,4	7,2%	13,1%
Sulamérica	X	-	Seguradora de Saúde	1,9	3,9%	7,6%

Fontes: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Elaboração dos autores.

Notas:

- (1) UnitedHealth comprou a AMIL em 2012, fechando seu capital em abril de 2013.
- (2) Dados extraídos da ANS, referentes ao último trimestre de 2019, excluem planos odontológicos ou operadoras organizadas sob a forma de Odontologia de Grupo ou Cooperativa Odontológica.

As operadoras Unimed Belo Horizonte e Central Nacional Unimed são cooperativas que operam planos de saúde, organizadas sob a forma de pessoas jurídicas constituídas pela Lei nº 5.764, de 1971, que define a política nacional do cooperativismo. Possuem, igualmente, estrutura verticalizada, dispendo de rede própria e/ou credenciada e usufruem das vantagens tributárias associadas ao cooperativismo.

Na qualidade de seguradoras especializadas em saúde, foram selecionadas as operadoras Bradesco Saúde e a Sul América, que não dispõem de rede própria,

conforme regulamentado pela Lei nº 10.185, de 2001. Essa lei definiu que as seguradoras devem oferecer de forma exclusiva o seguro-saúde.

Finalmente, o recorte incluiu também a Qualicorp, uma administradora de benefícios, “que propõe a contratação de plano coletivo na condição de estipulante ou que presta serviços para pessoas jurídicas contratantes de planos privados”, tal como definido na Resolução Normativa nº 196 da ANS, de 2009. As administradoras realizam uma intermediação na qual a administradora oferece aos consumidores opções entre planos de saúde, ajustáveis ao perfil de cada grupo de usuários, circunscrevendo esse padrão organizacional à mera comercialização dos planos de saúde.

Em resumo, as operadoras líderes agrupavam 16,2 milhões de usuários no último trimestre de 2019, o equivalente, em termos de *market share*, a 34,4% do total de contratantes de planos de saúde.¹⁰ Pelo lado financeiro, tais operadoras somavam ativos na ordem de R\$ 68,7 bilhões no mesmo período, respondendo por 43% do total de ativos das operadoras registradas na ANS.¹¹ Finalmente, ainda que organizadas sob formas distintas, essas operadoras concorrem por usuários de planos de assistência médica.¹² Muitas delas competem em nível nacional, mas é também possível observar alguma especialização geográfica (e.g. Unimed-BH).

3.2 O desempenho econômico-financeiro das operadoras líderes

A construção e análise dos indicadores aqui apresentados tem como referência as demonstrações contábeis disponibilizadas pela ANS em sua página na Internet.

¹⁰ Exclui planos exclusivamente odontológicos.

¹¹ Exclui operadoras organizadas sob a forma de Odontologia de Grupo ou Cooperativa odontológica.

¹² As operadoras organizadas sob a modalidade de autogestão não foram incluídas na amostra das operadoras líderes, pois competem num nicho específico de mercado, que não está aberto ao público em geral de forma ampla. Elas, contudo, integram o total dos ativos do mercado utilizados como referência nesta Nota.

Essas informações foram complementadas pelos dados e análises de publicações da própria agência reguladora, como o Anuário sobre Aspectos Econômico-Financeiros das Operadoras de Planos de Saúde, o Atlas Econômico-Financeiro da Saúde Suplementar e o Prisma Econômico-Financeiro da Saúde Suplementar.

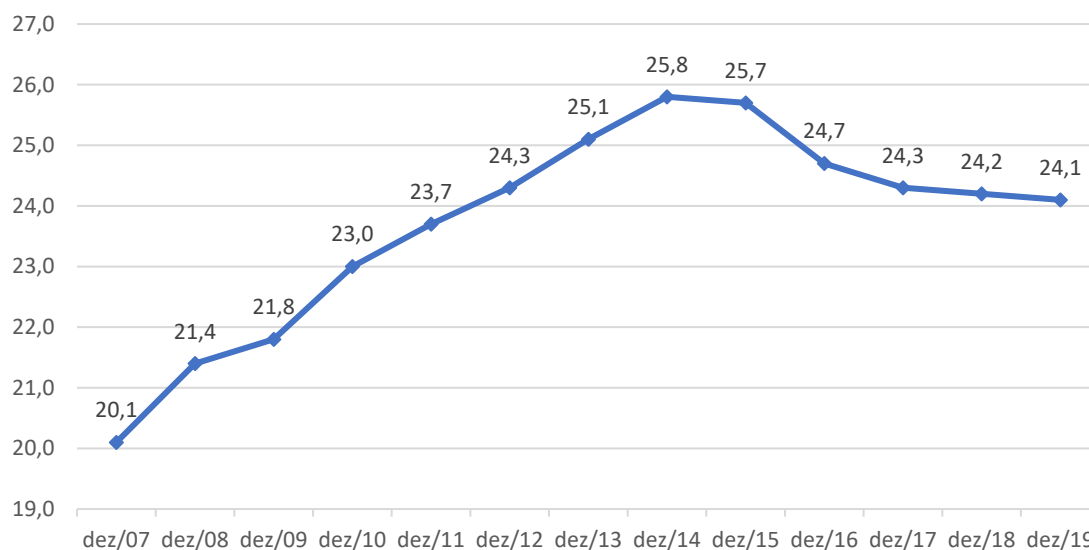
Os dados da ANS são trimestrais e nossa amostra se inicia no primeiro trimestre de 2007. Alguns indicadores foram calculados trimestralmente, enquanto outros foram calculados anualmente; os motivos específicos para cada escolha são explicitados nas seções. Antes de tratarmos dos indicadores propriamente ditos, fornecemos um panorama com alguns dados globais do setor nesta seção.

Pode-se observar abaixo no Gráfico 1 o percentual da população brasileira coberta por planos de assistência médica com ou sem odontologia de 2007 a 2019. Considerando um crescimento populacional médio de 0,8% ao ano, a taxa de cobertura cresceu significativamente entre 2007 e 2014, quando atingiu seu pico de 25,8%. Desde então, ela vem se reduzindo, retornando ao patamar de 24%, mantendo-se assim nos últimos anos.

Ao longo desses 20 anos, apesar dessa redução do tamanho do mercado, todas as operadoras líderes tiveram um crescimento significativo de seus ativos (Gráfico 2). A média dos ativos totais dessas operadoras cresceu substancialmente no período, saindo de um patamar de cerca de R\$ 1,2 bilhões em 2007 para o patamar de R\$ 8,6 bilhões no último trimestre de 2019.¹³

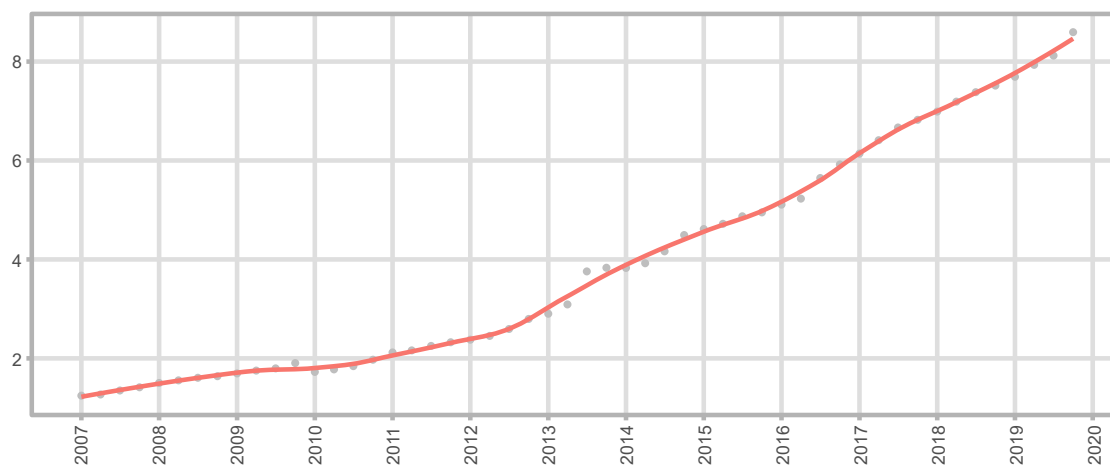
¹³ Um aumento de 690% em termos nominais ou 354% em termos reais – conforme dados deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE).

Gráfico 1 – Taxa de cobertura da população, planos de assistência médica – 2007-2019 (%)



Fonte: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Beneficiários de planos privados de saúde).
Elaboração dos autores.

Gráfico 2 – Média do volume de ativos das operadoras líderes – 2007- 2019 (R\$ bilhões)

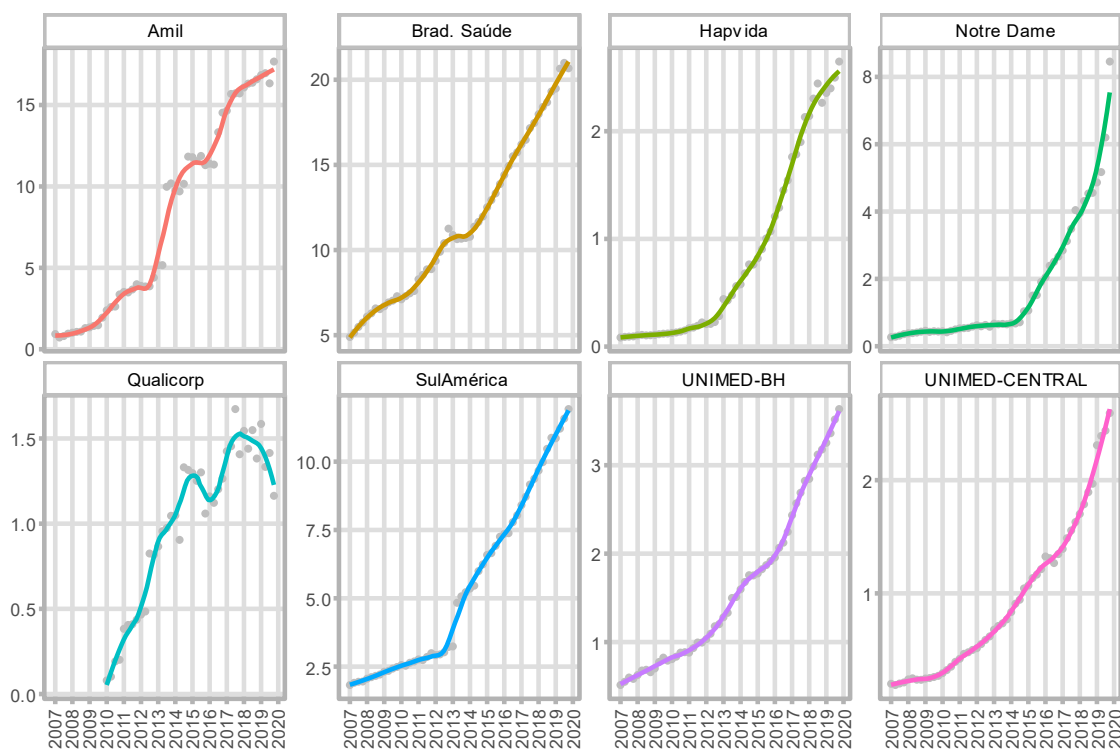


Fonte: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).
Elaboração dos autores.

Essa tendência geral de expansão dos ativos pode ser observada também a partir de cada operadora no período compreendido entre 2007 e 2019 (Figura 1). Observa-se uma trajetória comum na evolução dos ativos das operadoras Amil, Hapvida e Sul América, tendo um momento de inflexão entre 2012 e 2013, que marca o início de

uma trajetória ascendente dos ativos – que foi seguida igualmente pela Notre Dame Intermédica num momento posterior.

Figura 1 - Evolução do volume dos ativos das operadoras líderes – 2007-2019 (R\$ bilhões)



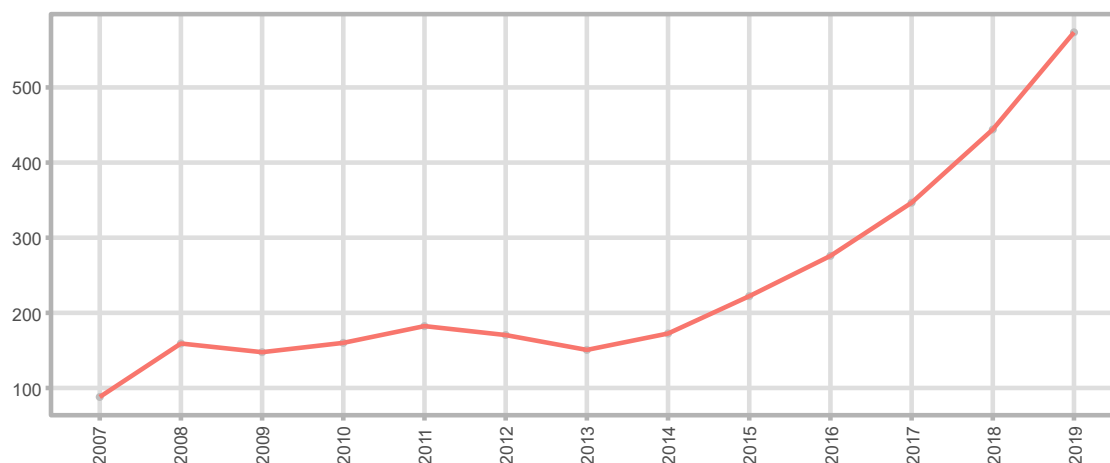
Fonte: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).

Elaboração própria dos autores.

A única ‘operadora’ que não teve uma expansão contínua de seus ativos foi a Qualicorp, o que, à primeira vista, pode ser compreendido a partir do seu modelo organizacional, centrado na comercialização de planos de saúde: o volume de seus ativos se retraiu durante a crise econômica de 2015 e 2016, e embora tenha se recuperado levemente em 2017, seu comportamento acabou acompanhando a estagnação da economia brasileira e a redução da taxa de cobertura dos planos de saúde.

No tocante à evolução do lucro líquido das operadoras líderes, foram considerados os resultados anuais para evitar problemas relacionados à sazonalidade ou à agregação trimestral. Há uma clara tendência de crescimento dos lucros médios das operadoras, particularmente entre 2013 e 2019 (Gráfico 3).

Gráfico 3 – Evolução do lucro líquido médio anual das operadoras líderes – 2007-2019 (R\$ milhões)



Fonte: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).

Elaboração dos autores.

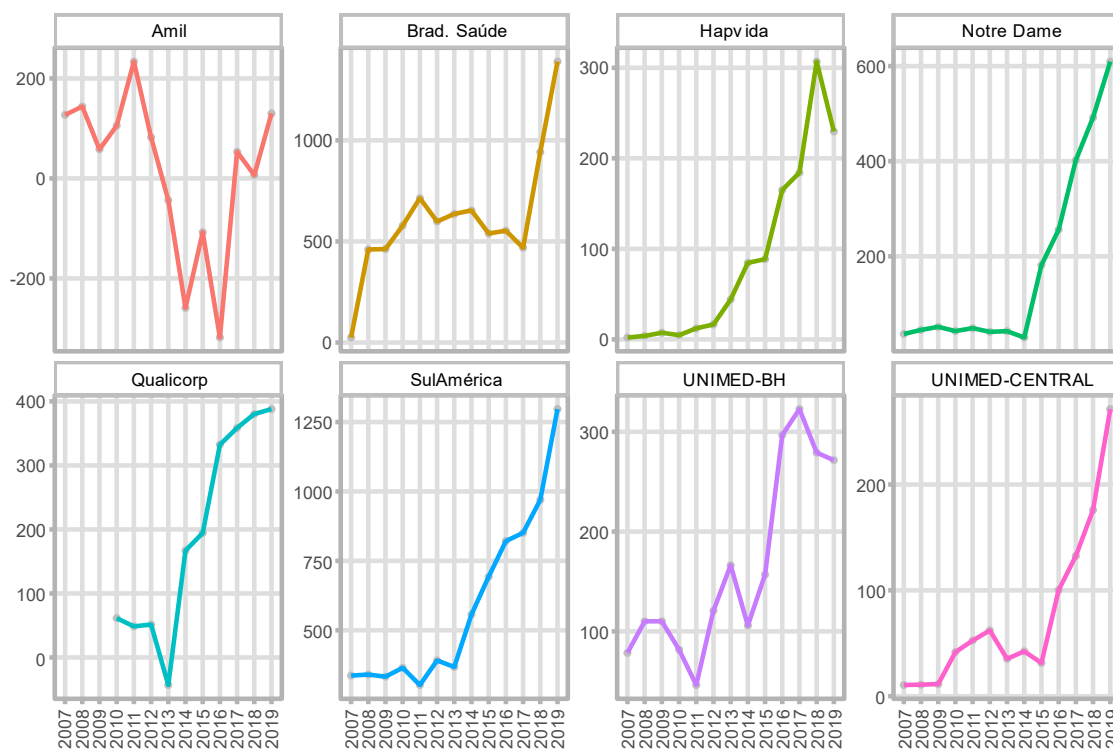
É interessante notar que o período de maior expansão na taxa de cobertura não foi acompanhado *pari passu* pelo crescimento dos lucros dessas operadoras. Supomos duas hipóteses para explicar tal comportamento: (i) é possível que o aumento da cobertura (quantidade) tenha tido um impacto defasado no volume dos lucros, que só teria se materializado nos anos seguintes a partir de reajustes de preços significativamente acima da taxa média de inflação (Ocké-Reis, Fiuza e Coimbra, 2019); (ii) outros elementos, desarticulados da dinâmica da cobertura, podem ter contribuído também para o aumento dos lucros, em particular, a expansão de receitas financeiras.¹⁴

Vale dizer, quando analisadas isoladamente, a maior parte das operadoras líderes seguiu o comportamento da média, com uma exceção que merece ser destacada (Figura 2). O comportamento da Amil difere significativamente do restante do grupo: em meados de 2013, ano do fechamento de seu capital, a Amil apresentou

¹⁴ Esse ponto será tratado com mais detalhe em outro estudo, em desenvolvimento, dedicado a avaliar empiricamente se é possível verificar uma adesão das operadoras líderes à lógica da financeirização, em linha com os trabalhos de Bahia *et al.* (2016) e Sestelo (2018a; 2018b).

sucessivos resultados negativos, enquanto, no mesmo período, boa parte das concorrentes inaugurou uma fase de aceleração da taxa de crescimento dos lucros.

Figura 2 – Evolução do lucro líquido anual, segundo operadora líder – 2007-2019 (R\$ milhões)



Fonte: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).

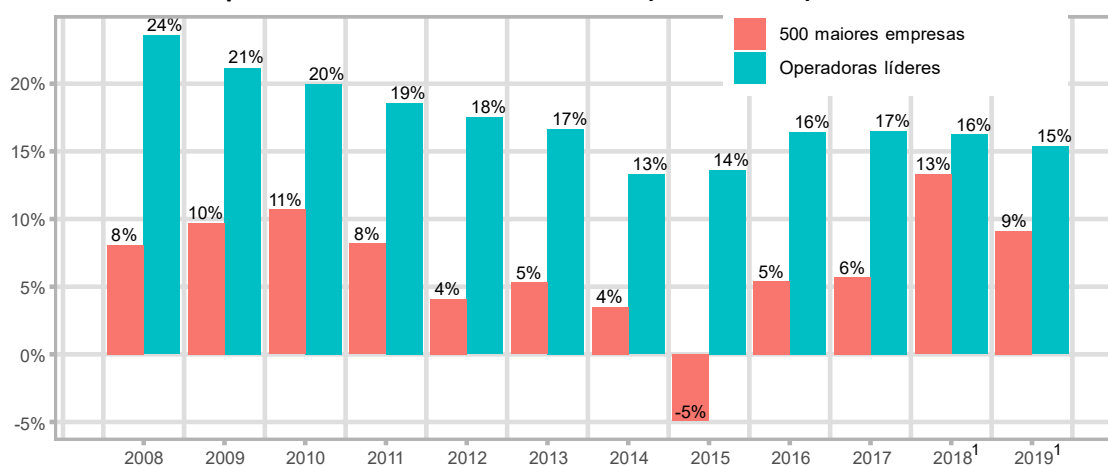
Elaboração dos autores.

Agrega-se a isso, em geral, quando se analisa os dados econômico-financeiros das empresas, o lucro auferido é usualmente comparado com o tamanho do patrimônio líquido, constituindo-se em um indicador para mensurar a taxa de lucro, isto é, o Retorno sobre Patrimônio Líquido (RPL). Os resultados anuais das operadoras líderes são apresentados no Gráfico 4, em comparação com o desempenho médio das maiores empresas não-financeiras brasileiras, obtido a partir dos dados

divulgados na Revista Exame – Maiores e Melhores, consolidados em Pinto *et al.* (2019).¹⁵

Pode-se observar que as operadoras líderes obtiveram uma rentabilidade significativamente superior do que as grandes empresas brasileiras em todo o período analisado. Em especial, em 2015, quando as empresas não-financeiras tiveram na média uma taxa de lucro negativa (-5%) devido à recessão, o conjunto dessas operadoras apresentaram uma lucratividade superior a 15%. Uma comparação, ano a ano, indica que em todo período a taxa de lucro das operadoras líderes superou a taxa de lucro das grandes empresas não-financeiras brasileiras, inclusive, em diversos momentos ela chegou a ser 2 ou 3 vezes superior à taxa média da economia brasileira.

Gráfico 4 – Comparação do Retorno sobre o Patrimônio líquido entre as operadoras líderes e as 500 maiores empresas¹ não-financeiras brasileiras (média anual) – 2008-2019



Fontes: Pinto *et al.* (2019), CVM e ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).

Elaboração dos autores.

Nota (1): Os dados entre 2008 e 2017 referem-se às 500 maiores empresas não-financeiras brasileiras e foram coletados a partir da publicação Revista Exame Maiores e Melhores. Já os dados de 2018 e 2019 se referem às 100 maiores empresas não financeiras de capital aberto, obtidos junto à CVM a partir do Formulário de Informações Trimestrais.

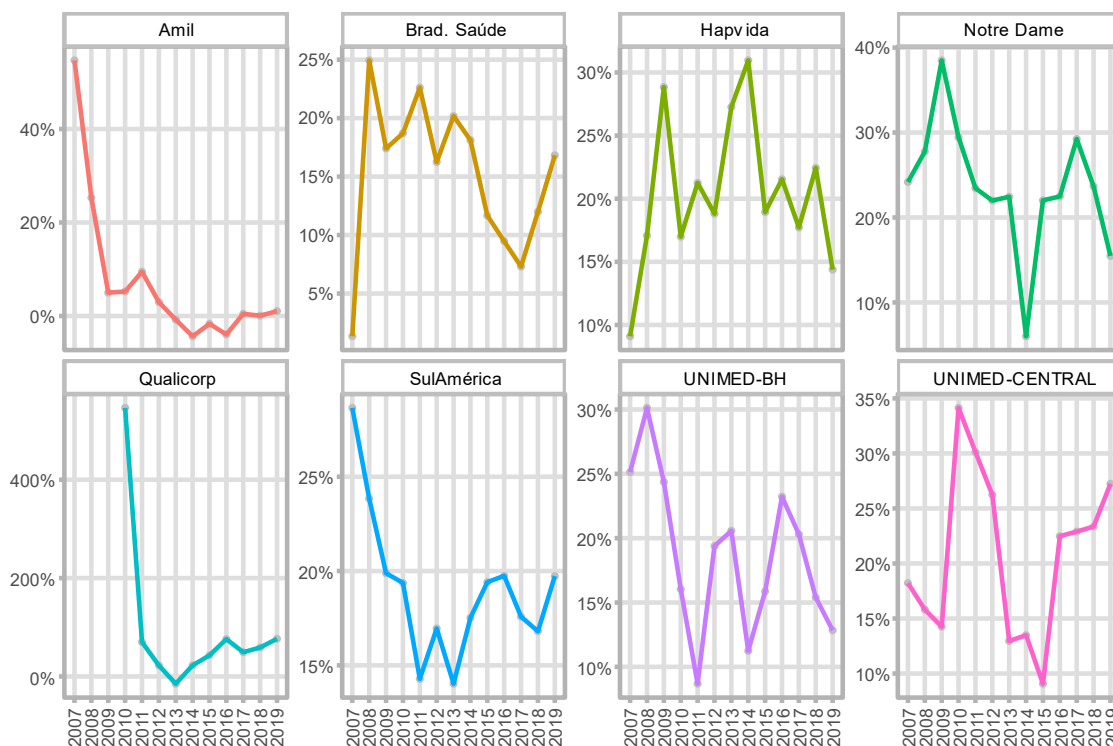
¹⁵ A Qualicorp foi excluída desse cálculo devido a particularidades detalhadas no Apêndice A.

O comportamento isolado das operadoras líderes foi heterogêneo (Figura 3). Não houve uma tendência uniforme de expansão da taxa de lucro ao longo do período analisado, estando as empresas sujeitas a altos e baixos em sua lucratividade. Entretanto, os níveis de retorno sobre o patrimônio líquido mantiveram-se elevados para todas as operadoras líderes da amostra nesse período, com destaque para as operadoras Notre Dame e Hapvida, que mantiveram taxas de retorno acima dos 20% em boa parte do tempo. Amil e Qualicorp chegaram a apresentaram retorno negativo em alguns anos, possivelmente respondendo à dinâmica cíclica da economia brasileira e ao próprio comportamento do mercado de planos de saúde.

A análise desses resultados financeiros indica que as operadoras líderes cresceram e tiveram um desempenho extraordinário no período analisado. Transcende o escopo desse trabalho uma investigação pormenorizada dos elementos que proporcionaram esse resultado, mas é possível associá-lo a uma política regulatória favorável à lógica de rentabilidade, que permitiu reajustes dos planos significativamente acima da inflação no período (Ocké-Reis, Fiuza e Coimbra, 2019). Outra explicação, que vem ganhando cada vez maior peso na literatura sobre o segmento, seria uma mudança na lógica de operação dessas operadoras no sentido de uma maior financeirização, hipótese que investigaremos a seguir.¹⁶

¹⁶ Tal processo seria caracterizado por uma conjunção de fatores: "(i) movimentos de entrada e saída de fundos de investimento globais em participações societárias; (ii) ofertas públicas de ações em bolsas de valores; (iii) composição de holdings controladoras multisetoriais, multifuncionais e multinacionais; (iv) hipertrofia dos departamentos financeiros em empresas não financeiras; (v) montagem de Cadeias de Valor multisetoriais articuladas de forma a garantir resultados globais positivos não alcançáveis pela ação fiscalizatória de órgãos de governo; (vi) produção de resultados financeiros importantes a partir de bases operacionais não financeiras estáveis; (vii) crescente influência política na formulação de agendas setoriais e marcos legais ad hoc; (viii) crescente influência ideológica de seus *think tanks* corporativos financiados por recursos das empresas" (Sestelo, 2018b, p. 2032).

Figura 3 – Retorno sobre o patrimônio líquido das operadoras líderes – 2007-2019 (%)



Fonte: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).

Elaboração dos autores.

3.3 Indicadores de financeirização das operadoras líderes

Seguindo a elaboração desenvolvida na Seção 2, dedicamos esta seção a avaliar de que modo o movimento de financeirização penetrou na lógica de funcionamento das operadoras líderes. Esse processo será analisado a partir de três óticas distintas: a ótica dos ativos; a ótica dos passivos e a ótica da maximização do valor da firma para benefício dos acionistas.

3.3.1 Financeirização do ativo

A literatura associa a financeirização à modificação da composição do portfólio de ativos¹⁷ das empresas. Neste processo, os ativos financeiros ganham peso, em

¹⁷ Conjunto ou carteira de ativos financeiros de um agente.

detrimento dos ativos de capital fixo, indicando uma mudança na lógica de acumulação das firmas. Desloca-se o centro das atividades das corporações no processo produtivo, compreendidas no âmbito da intermediação do financiamento da prestação de serviços de saúde, para uma lógica rentista de acumulação baseada na propriedade de um *capital fictício*, sem vínculos com as atividades-fim declaradas das operadoras líderes.¹⁸

Como discutido anteriormente não é possível associar todas as operadoras à mera prestação de serviços, sendo muitas delas envolvidas com atividades financeiras, especialmente no caso das seguradoras. Nesse caso, é possível traçar um paralelo com a literatura especializada, se considerarmos que a lógica de rentabilidade da seguradora deve se pautar também pela comercialização dos seguros e pelo aumento da escala do número de usuários, e não exclusivamente na aplicação em ativos financeiros. Reconhecemos que é necessário aprofundar esse debate, contudo isto transcende o escopo deste trabalho, que se propõe a fazer uma primeira aproximação desse fenômeno da financeirização perante as operadoras líderes.

Desenvolvemos o primeiro grupo de indicadores de financeirização pela ótica dos ativos. Utilizamos como primeira referência o ativo financeiro¹⁹ como proporção do ativo total. O indicador de financeirização (IF_1) é expresso da seguinte forma:

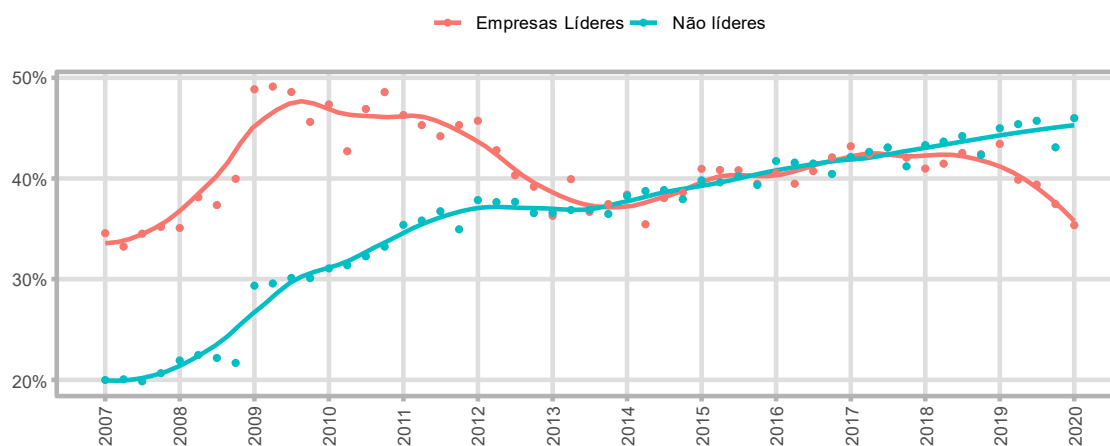
$$IF_1 = \frac{\textit{Ativos financeiros}}{\textit{Ativo total}}$$

¹⁸ Sobre o conceito de capital fictício, ver Palludeto e Rossi (2018). Davis (2016), por exemplo, analisa os balanços das empresas não-financeiras dos Estados Unidos entre 1950 e 2014 e conclui que as firmas passaram a acumular ativos financeiros a uma taxa cada vez maior em relação aos ativos de capital fixo. A autora utiliza como indicadores as rubricas “ativo financeiro” e “ativo de capital fixo” ponderadas pelo tamanho das firmas, medido pelo volume das vendas, calculando a mediana para o conjunto das empresas.

¹⁹ Para fins de possibilidade de replicação dos resultados empíricos, identificamos os códigos das contas nos demonstrativos financeiros disponibilizados pela ANS: os ativos financeiros foram obtidos pela soma das contas de código 1221, 1222, 1311 e 1312 e o ativo total consiste na conta de código 1.

O Gráfico 5 mostra a evolução da média do IF₁ para a amostra selecionada de operadoras líderes e para o restante do universo de empresas da ANS (sem as operadoras líderes). É possível identificar uma trajetória de expansão da parcela de ativos financeiros entre 2007 e 2020, com certa influência da crise econômica brasileira de 2015 e 2016 no comportamento geral do mercado. No caso das operadoras líderes, a média indica que a virada da década de 2000 e 2010 registrou um reposicionamento com uma reversão dos elevados níveis de ativos financeiros para patamares mais baixos. A partir de 2012-3, mas principalmente, após 2015, elas ingressam numa tendência de expansão dos ativos financeiros.

Gráfico 5 – Comparação da razão entre o ativo financeiro e o ativo total, operadoras líderes e mercado de planos de saúde – 2007-2020 (%)

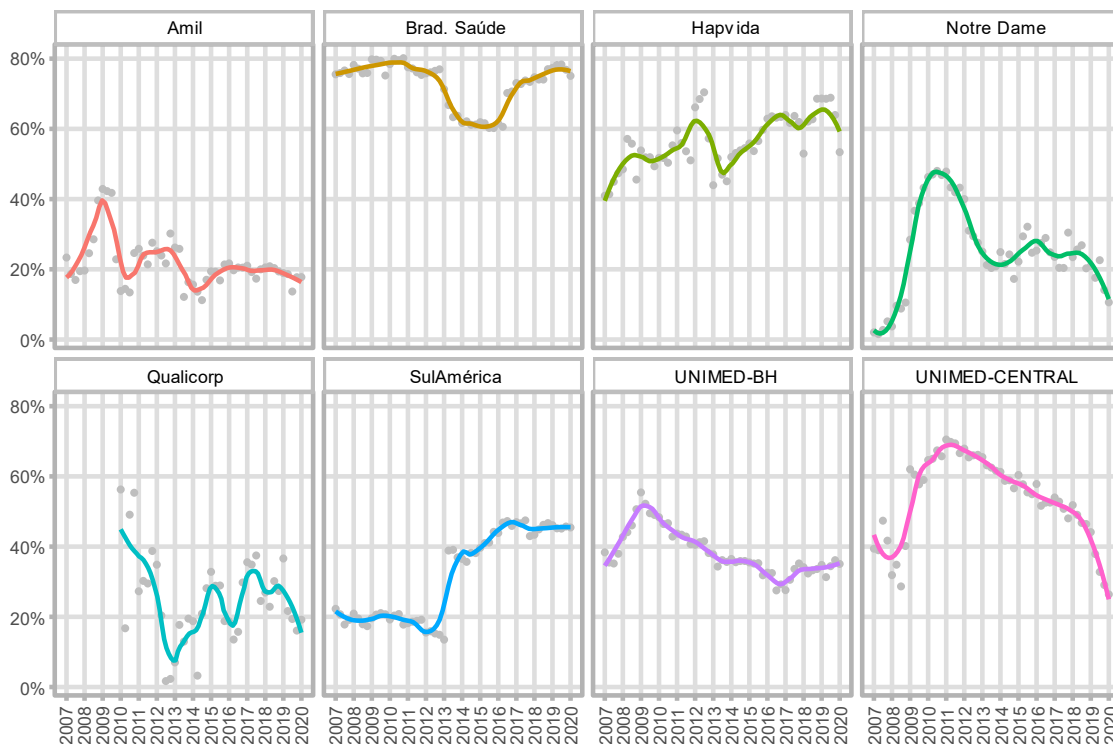


Fonte: ANS.

Elaboração dos autores.

A Figura 4 apresenta os resultados de cada operadora selecionada. A Hapvida e SulAmérica apresentam as trajetórias de longo prazo de expansão do indicador mais expressivas, em especial após 2013. A operadoras Bradesco Saúde e Qualicorp também aderem à tendência do setor.

Figura 4- Participação percentual dos ativos financeiros no ativo total das operadoras líderes – 2007-2020 (%)



Fonte: ANS.

Elaboração dos autores.

Considerando as particularidades regulatórias, que desde 2007 parecem reforçar a necessidade de disposição de ativos garantidores pelas operadoras²⁰, bem como a própria heterogeneidade organizacional, é possível refinar o indicador IF₁, de modo a refletir de forma mais precisa as decisões genuínas de investimento em ativos financeiros. Explica-se: parte das operadoras são seguradoras e a aplicação em ativos financeiros reflete as determinações regulatórias que essas empresas têm que seguir para fazer frente às contraprestações. Neste caso, não há uma ‘decisão’ propriamente dita com os ativos financeiros vinculados às obrigações perante os segurados. Portanto, um indicador mais apropriado consideraria somente os ativos financeiros desvinculados das contraprestações, os chamados ativos financeiros

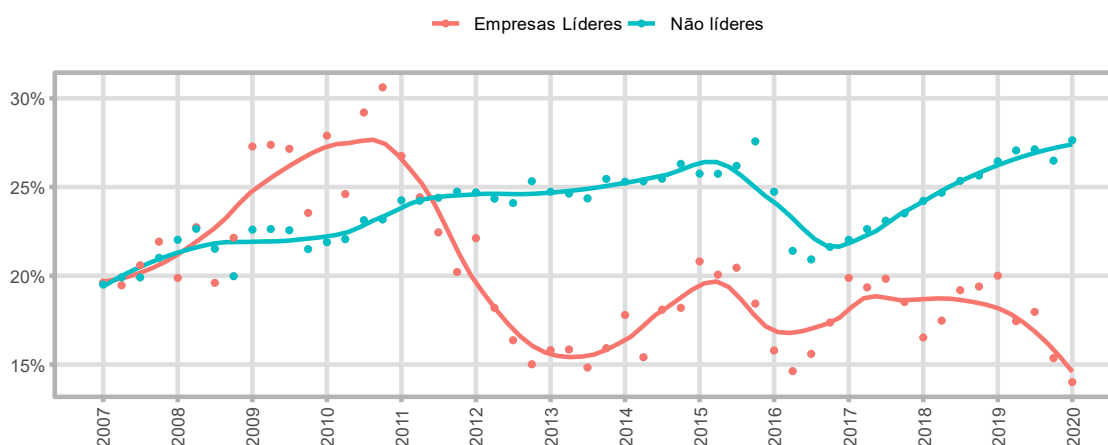
²⁰ Resolução Normativa nº 159, da ANS, de 2007. Essa norma foi revogada e atualizada pela Resolução Normativa nº 392, de 2015.

livres,²¹ que são usados como base para calcular o indicador de financeirização (IF_{1A}):

$$IF_{1A} = \frac{\text{Ativos financeiros livres}}{\text{Ativo total}}$$

O Gráfico 6 apresenta a evolução da média do IF_{1A} para as operadoras líderes e para o restante da amostra. Os dados dos ativos financeiros livres reproduzem a trajetória de expansão da parcela de ativos financeiros no período analisado, porém com valores absolutos mais reduzidos. No caso das operadoras líderes, observa-se um primeiro momento de expansão mais acelerada (2007-2011), seguido por um período de contração dessa parcela (2012-2014), quando então é inaugurado um período de relativa estabilidade, com esse indicador transitando entre os patamares de 15% e 20%.

Gráfico 6 - Comparação da razão entre o ativo financeiro livre e o ativo total, operadoras líderes e mercado de planos de saúde – 2007-2020 (%)



Fonte: ANS.

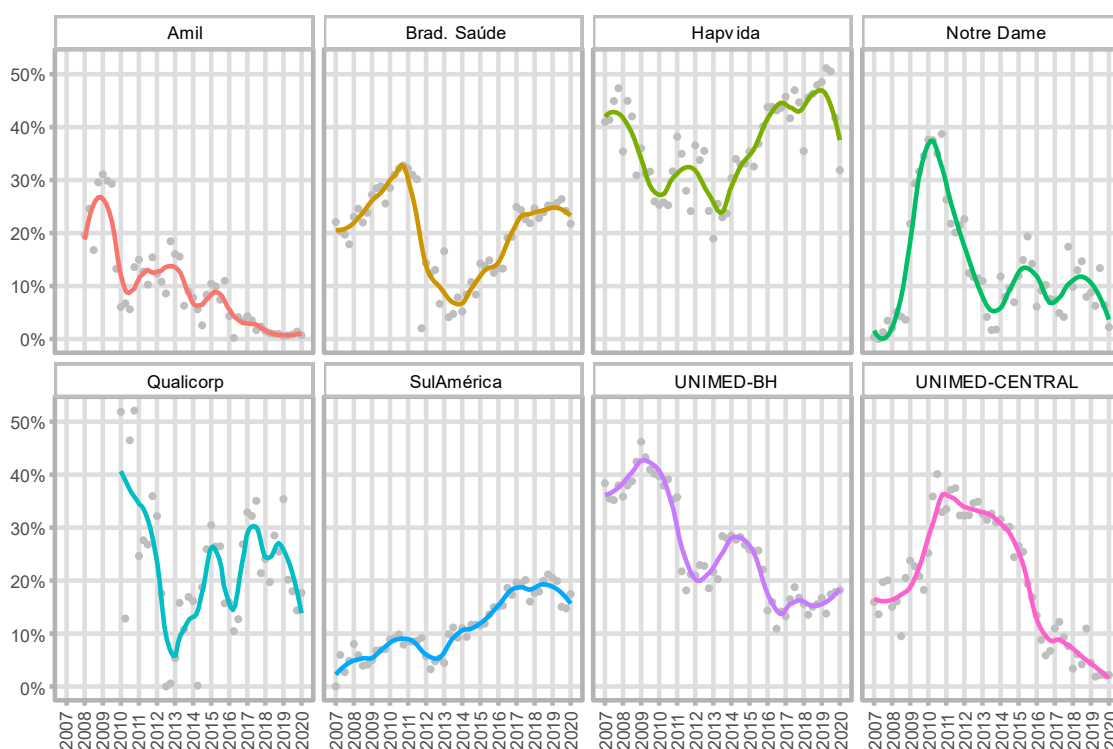
Elaboração dos autores.

²¹ Para fins de possibilidade de replicação dos resultados empíricos, identificamos os códigos das contas nos demonstrativos financeiros disponibilizados pela ANS: os ativos financeiros livres foram obtidos pela soma das contas de código 1222 e 1312.

Os resultados individuais para as empresas selecionadas são expressos na Figura 5. As operadoras Amil, Unimed-BH e Unimed Central apresentam um comportamento *sui generis*, com redução da parcela de ativos financeiros livres no período analisado. As demais empresas apresentam uma trajetória de expansão do indicador a partir de meados da década de 2010. Somente a SulAmérica apresenta uma expansão contínua do indicador ao longo de todo o período.

A análise do indicador IF_{1A} não permite sustentar de forma robusta a hipótese de que a financeirização se expandiu nas operadoras do mercado de planos de saúde por meio da expansão do peso dos ativos financeiros. Como vimos, o comportamento dos indicadores analisados não é uniforme entre o mercado e as operadoras líderes – e mesmo dentro deste grupo.

Figura 5 - Participação percentual dos ativos financeiros livres no ativo total das operadoras líderes – 2007-2020 (%)



Fonte: ANS.

Elaboração dos autores.

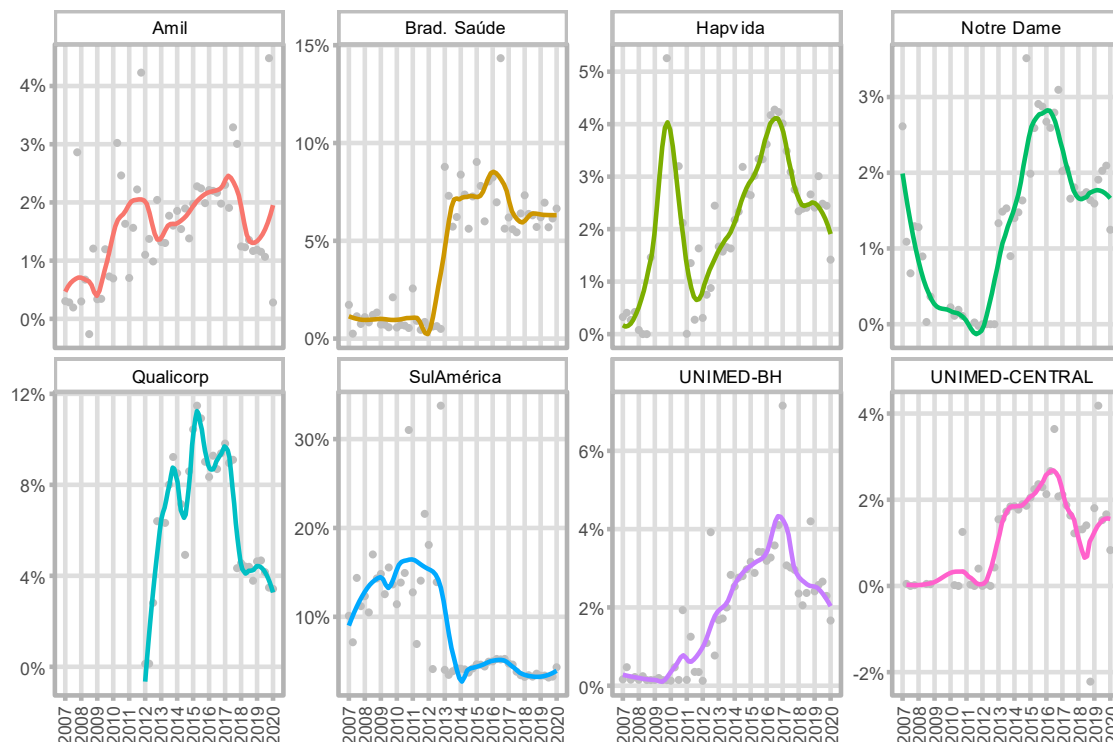
A mudança nas variáveis de estoque tem reflexo também nas variáveis de fluxo, em particular o peso que as receitas financeiras têm nas receitas totais auferidas pelas companhias. Construímos, assim, um segundo indicador de financeirização (IF_2), que expressa a razão entre as seguintes variáveis:²²

$$IF_2 = \frac{\text{Receitas financeiras}}{\text{Receitas}}$$

A ideia desse indicador é expressar a veia rentista da financeirização, capturando quando da geração de rendas pelos ativos financeiros influencia a dinâmica das receitas das operadoras. **Erro! Fonte de referência não encontrada.**, contudo, mostra que há uma disparidade entre os níveis dos indicadores IF_1 e IF_2 . Embora a parcela dos ativos financeiros no total dos ativos seja relevante, o peso das receitas financeiras nas receitas totais das operadoras líderes é pequeno. O Bradesco Saúde teve um crescimento exponencial dessa razão em 2012, mas depois atingiu um patamar de equilíbrio em torno dos 6 e 7%. O restante das operadoras parece operar com esse indicador em níveis inferiores a 5%. Isso significa que, embora o ativo dessas empresas pareça indicar uma ampla – e crescente – financeirização, isso não se traduz numa acumulação baseada no rentismo, contrariando a intuição de boa parte da literatura (Krippner, 2005).

²² Para fins de possibilidade de replicação dos resultados empíricos, identificamos os códigos das contas nos demonstrativos financeiros disponibilizados pela ANS: razão entre as contas 35 e 3 dos balanços fornecidos pela ANS.

Figura 6 - Participação percentual das receitas financeiras no total das receitas das operadoras líderes – 2007-2020 (%)



É preciso, portanto, compreender melhor as razões por trás dessa disparidade para que possamos caracterizar devidamente o processo de financeirização dessas empresas. Nesse sentido, é preciso observar não só como a financeirização se expressaria no lado do ativo dos balanços das operadoras, mas também no lado do passivo, da dinâmica das obrigações financeiras contraídas por essas firmas.

3.3.2 Financeirização do passivo

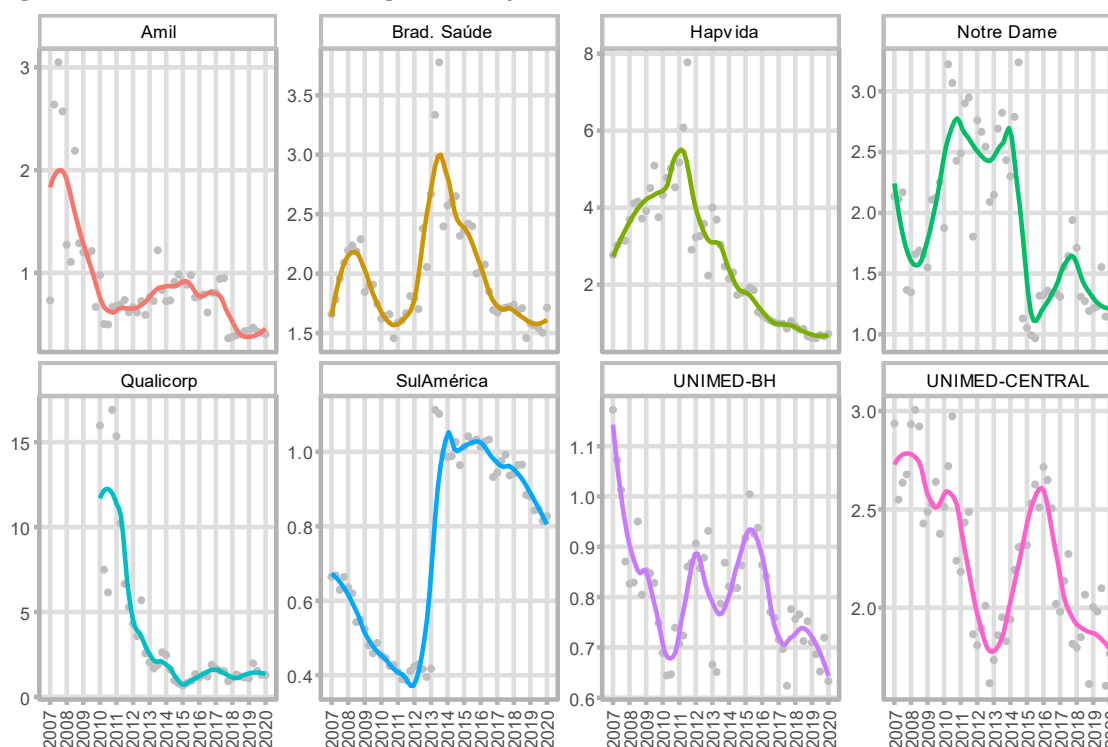
Davis (2016) propõe que dois fatos estilizados associados à financeirização das empresas não financeiras se manifestam na estrutura de obrigações (passivo) dessas firmas. Em especial, aponta que o aumento do endividamento bruto seria uma expressão da financeirização.

A autora utiliza como indicadores a média e a mediana das razões entre dívida e estoque de capital. Este indicador consiste no índice clássico de alavancagem. Na literatura, admite-se que a financeirização seria acompanhada por uma ampliação da alavancagem. Além disso, adicionamos um indicador de quanto do resultado das firmas é destinado ao pagamento de despesas eminentemente financeiras.

Assim, construímos dois indicadores: um para medir o grau de alavancagem (IF_3) e outro para mensurar a razão entre as despesas financeiras e as despesas totais (IF_4),²³ que são calculados da seguinte forma:

$$IF_3 = \frac{\text{Passivo total}}{\text{Patrimônio líquido}}; IF_4 = \frac{\text{Despesas financeiras}}{\text{Despesas totais}}$$

Figura 7 - Indicador de alavancagem das operadoras líderes – 2007- 2020



Fonte: ANS.

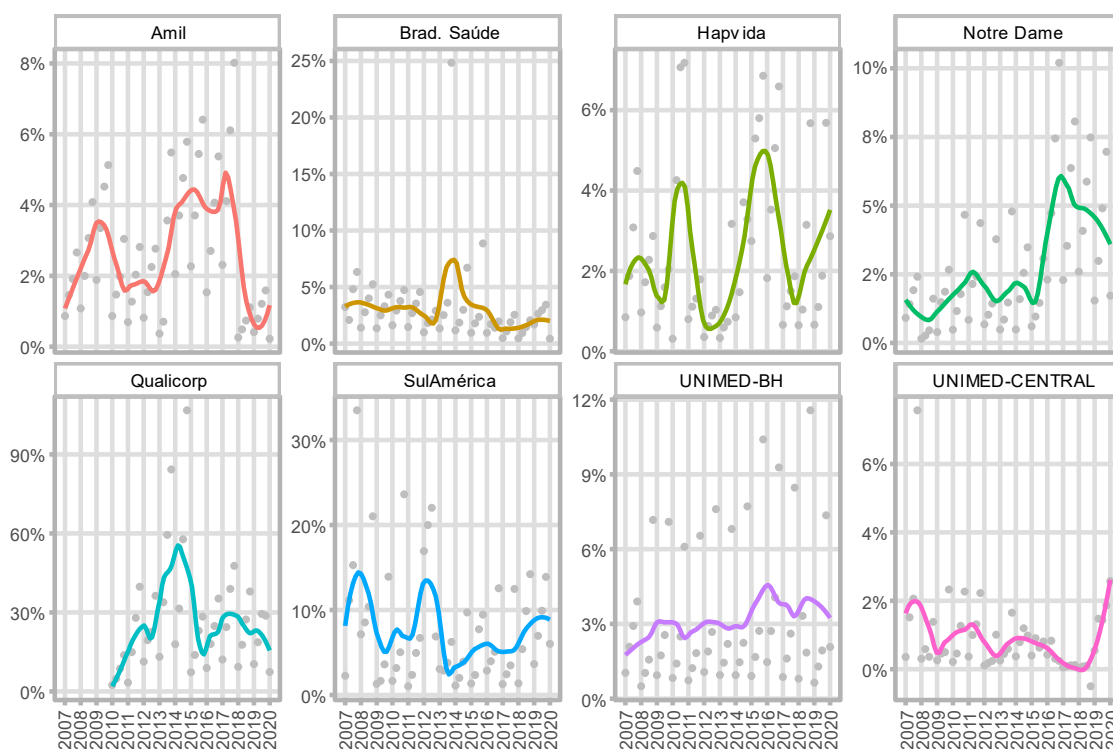
Elaboração dos autores.

As Figuras 7 e 8 mostram que não é possível identificar um aumento generalizado da alavancagem, tampouco no comprometimento dos recursos das operadoras com

²³ Para fins de possibilidade de replicação dos resultados empíricos, identificamos os códigos das contas nos demonstrativos financeiros disponibilizados pela ANS: razão entre a soma das contas 21 e 23 (passivo circulante e não circulante) sobre, respectivamente, as contas 25 e 1.

despesas financeiras. Ambos os indicadores IF₃ e IF₄ apontam para resultados similares. Pelo contrário, persiste um processo de desalavancagem das operadoras líderes, mais claramente identificado na Amil, Qualicorp e Unimed, bem como um percentual residual do peso de despesas financeiras.

Figura 8 – Participação percentual das despesas financeiras no total das despesas das operadoras líderes – 2007-2019



Fonte: ANS.

Elaboração dos autores.

O caso da SulAmérica é o único que parece fugir à tendência geral das operadoras líderes: há um aumento significativo da alavancagem em meados de 2013. Depois ela se reduz, mas ainda se encontrava em patamar significativamente superior ao do início o período. Hapvida e Bradesco passaram por processos de aumento da alavancagem na primeira metade da década de 2010, mas a tendência reverteu-se nos últimos anos.

A análise desses indicadores sugere que a estrutura de obrigações das operadoras líderes não aponta um 'vazamento' dos recursos auferidos por essas empresas para

o sistema financeiro e demais credores, o que além de gerar uma espécie de fragilização financeira, poderia ser associado a uma sujeição dessas firmas às instituições financeiras. O que os dados revelam é que esse não parece ter sido um canal ativo de financeirização.

Nesse ponto, é importante fazer uma ponte com outro indicador analisado anteriormente. A dinâmica da rentabilidade das operadoras no período analisado reforçou, salvo em casos particulares, a posição de capital das empresas com os lucros acumulados que não foram distribuídos ou pago sob a forma de dividendos. Aliás, a abertura de capital de boa parte dessas empresas líderes também operou nesse sentido de reforçar sua base de capital próprio, com desdobramentos relevantes para nossa análise do ponto de vista gerencial.

3.3.3 Predominância dos acionistas

A literatura sobre financeirização das empresas não-financeiras se desenvolveu significativamente a partir da análise do processo de preconização do acionista ou de preconização da geração de valor para os acionistas (*shareholder value*) (Lazonick e O'Sullivan , 2000). Ele se materializa a partir do alinhamento dos incentivos de administradores e acionistas nas práticas de governança corporativa empregadas.

Destaca-se que

a maximização do valor do acionista tem sido associada a um conjunto particular de práticas de negócios, incluindo a introdução de medidas de desempenho financeiro, como, por exemplo, o retorno sobre o patrimônio, a adoção de padrões contábeis internacionais e um horizonte de negócios de curto manifesto na publicação de relatórios trimestrais (van der Zwan, 2014, p. 108).²⁴

²⁴ Tradução livre do original: "shareholder value has been associated with a particular set of business practices, including the introduction of financial performance measures such as return on equity, the

O processo, entretanto, vai além desses elementos mais básicos e se expressa em diversas dimensões, sintetizadas na adoção das chamadas “melhores práticas” de governança corporativa e do discurso a elas associado (Froud *et al.*, 2006). Também se expressa por meio de práticas que envolvem a centralização do capital (fusões e aquisições, bem como terceirização de atividades não-lucrativas) e a distribuição de dividendos e a recompra de ações (Davis, 2016; Zwan, 2014). Embora possam ser também observados em empresas de capital fechado, esses elementos prevalecem principalmente em empresas com ações negociadas publicamente em BVs ou com capital aberto.

Dentre as operadoras líderes selecionadas neste trabalho, quatro atualmente têm ações listadas na BV brasileira, B3: Hapvida, Notre Dame, Qualicorp e SulAmérica. Como já destacado anteriormente, a operadora Amil foi listada até 2013, quando então fechou seu capital. A SulAmérica tem capital aberto desde 2007 e a Qualicorp desde 2011. Notre Dame e Hapvida passaram por esse processo recentemente em 2018.

Hapvida, Notre Dame e Qualicorp aderiram ao chamado Novo Mercado, um segmento de listagem diferenciada de ações da B3. Ele congrega empresas que seguem, voluntariamente, práticas de governança corporativa, que vão além das exigidas pela regulação financeira no Brasil – incluindo transparência, volume de ações em circulação, conselheiros independentes etc.²⁵ A SulAmérica também é listada num segmento diferenciado, o Nível 2, similar ao Novo Mercado, mas com

adoption of international accounting standards, and a short-term business outlook as manifested by the publication of quarterly reports”.

²⁵ Para uma listagem completa das práticas diferenciadas de governança, ver: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/.

algumas particularidades.²⁶ A opção pela listagem diferenciada indica um alinhamento dessas operadoras à lógica da preconização do acionista.

Dos três elementos destacados acima, é possível observar uma intensa atividade das operadoras Hapvida e Notre Dame na aquisição de participações em grupos no período recente (2018-2020), proporcionando um aumento da centralização de capital no mercado em que operam (Quadro 2). Uma análise pormenorizada desse fenômeno transcende o escopo desse artigo, mas o mesmo é aqui utilizado para ilustrar a aderência dessas operadoras a essa dimensão do processo de financeirização.

É possível observar que todas as operadoras de capital aberto anunciaram recentemente programas de recompra de ações, inclusive já no contexto da crise sanitária associada à pandemia da Covid-19.

Como destaca Davis (2016, p. 131):

Recompras de ações são uma manifestação clara da crescente ênfase gerencial na maximização do valor para os acionistas. Ao recomprar as ações da empresa, os administradores melhoram – para dado nível de lucros – medidas de desempenho da empresa baseadas no mercado de ações, incluindo o preço (de curto prazo) das ações, o retorno sobre patrimônio e os ganhos por ação.²⁷

Tipicamente, as operações de recompra demandam recursos para seu financiamento que, conforme a literatura de financeirização, poderiam ser empregados para outros fins, especialmente investimentos produtivos (Davis,

²⁶ Em especial, a possibilidade de manutenção de ações preferenciais, que não conferem direito a voto ao acionista.

²⁷ Tradução livre do original: “*Stock repurchases are one clear manifestation of growing managerial emphasis on the maximization of “shareholder value.” By repurchasing the firm’s stock, managers improve – for given profits – stock-market-based measures of firm performance including the (short-term) share price, return on equity, and earnings per share*”.

2016). Também neste caso não realizaremos uma análise pormenorizada dessa questão, tão somente utilizando tais fatos como uma ilustração do alinhamento das operadoras de capital aberto à lógica da preconização dos acionistas.

Quadro 2 – Fatos relevantes das operadoras de capital aberto (2018-20)

Data	Operadora	Fato Relevante	Objeto
07/05/2019	Hapvida	Aquisição	São Francisco
09/06/2019	Hapvida	Aquisição	Empresas do Grupo América
03/12/2019	Hapvida	Aquisição	Medical
13/12/2019	Hapvida	Aquisição	Carteira de beneficiários da Plamed
28/04/2020	Hapvida	Recompra de ações	Até 21.704.063 ações (10% total) até 28/10/21
15/07/2020	Hapvida	Aquisição	Grupo São José
08/09/2020	Hapvida	Aquisição	Grupo Promed
19/06/2018	NotreDame	Aquisição	Samed
18/07/2018	NotreDame	Aquisição	Grupo Mediplan Sorocaba
05/09/2018	NotreDame	Aquisição	Greenline
08/04/2019	NotreDame	Aquisição	Amiu
27/05/2019	NotreDame	Aquisição	Belo Dente
25/07/2019	NotreDame	Aquisição	Grupo Ghelfond
16/09/2019	NotreDame	Aquisição	Grupo SMEDSJ
01/10/2019	NotreDame	Aquisição	Grupo São Lucas
01/11/2019	NotreDame	Aquisição	Clinipam
17/12/2019	NotreDame	Aquisição	Ecole
09/01/2020	NotreDame	Recompra de ações	Até 3.400.000 ações (0,6% total) até 08/07/20
20/05/2020	NotreDame	Aquisição	Hospital do Coração
25/06/2020	NotreDame	Aquisição	Grupo Santa Mônica
04/08/2020	NotreDame	Aquisição	Climepe
12/08/2020	NotreDame	Aquisição	Bio Saúde
26/08/2020	NotreDame	Aquisição	Medisanitas
14/01/2020	Qualicorp	Alienação	QSaúde
03/09/2020	Qualicorp	Recompra de ações	Até 10.000.000 ações (3,5% total) até 17/02/22
08/10/2018	SulAmérica	Aquisição	Prodent
13/05/2019	SulAmérica	Investimento	Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
13/05/2020	SulAmérica	Recompra de ações	Até 13.977.551 units (3,55% total) até 14/11/21
05/06/2020	SulAmérica	Aquisição	Paraná Clínicas

Fonte: Elaboração própria a partir dos websites de Relações com Investidores das Operadoras.

3.4 Uma síntese da análise dos indicadores de financeirização

Nesta seção, nos propusemos a analisar um conjunto de indicadores de financeirização das operadoras líderes dos planos de saúde no Brasil no período 2008-2019, realizando uma primeira aproximação analítica sobre a evolução do processo de financeirização nesse setor a partir de evidências empíricas.

Quanto à financeirização pela via do ativo, com a predominância de aplicações em ativos financeiros, a análise do balanço das operadoras indica que houve um aumento do peso desses ativos no total no período analisado. Entretanto, essa tendência fica menos pronunciada quando analisamos somente as aplicações livres, desvinculadas de contraprestações. Na realidade, o que se verificou foi que há certa heterogeneidade dentro do conjunto de operadoras analisadas, com destaque para o aumento do peso de ativos financeiros livres nas empresas Bradesco, Hapvida e SulAmérica, mas não nas demais. A baixa relevância de receitas financeiras para os ganhos totais das operadoras indica que o processo de acumulação das operadoras não parece pautar-se por um redirecionamento do foco dessas empresas. Em outras palavras, a hipótese do *crowding-out* de investimentos produtivos não pode ser aceita com robustez.

Do ponto de vista do passivo das operadoras (dúvida?), a avaliação dos indicadores indica que não é possível sustentar que houve um aumento da dependência do endividamento e a potencial sujeição dessas operadoras líderes a credores ou a altos custos financeiros. Com efeito, essas empresas parecem ter se revelado menos dependentes de obrigações financeiras e passivos juntos ao sistema financeiro, com uma redução do grau de alavancagem no período analisado e uma baixa exposição a despesas financeiras.

Quanto à questão da preconização dos acionistas, a mudança da estrutura de capital de várias operadoras, com abertura de capital e alinhamento das práticas gerenciais aos padrões de governança corporativa estabelecidos nos mercados de capitais, indica que a financeirização parece se processar por este canal. Ademais, a adesão à lógica de centralização e às operações de recompra de ações sinalizam a incorporação da preconização dos acionistas ao dia-a-dia das operadoras.

Desse modo, uma análise conjunta da evidência apresentada neste trabalho indica que o aprofundamento do processo de financeirização das operadoras líderes no período analisado não se processou da mesma forma que em outros países, como os Estados Unidos. Ele é recheado de complexidades e elementos contraditórios. Em outras palavras, não é possível aceitar taxativamente que as operadoras estão mais financeirizadas, mas tampouco é possível rejeitar por completo essa hipótese.

O que as evidências empíricas indicam é que o processo de financeirização nesse segmento ainda está em curso, longe de encontrar uma forma acabada e alinhada ao verificado nos países com maior grau de desenvolvimento.

4 Considerações finais

Buscamos no presente trabalho contribuir para a literatura sobre financeirização da saúde no Brasil a partir da análise empírica de como esse processo se materializou no caso das operadoras líderes do mercado de planos de saúde no período de 2007 a 2019. A análise tomou como referência a estratégia empírica empregada por outros trabalhos consagrados na literatura de financeirização das empresas não financeiras, em particular Davis (2016) e Rabinovich (2019), propondo-se a *identificar e examinar a lógica interna da adesão às estratégias de financeirização* dessas operadoras no Brasil.

Tomamos como ponto de partida para essa análise os balanços patrimoniais das operadoras de planos de saúde compilados a partir dos dados financeiros e das demonstrações contábeis disponibilizados no portal da ANS e o Anuário de Aspectos Econômico-Financeiros das Operadoras de Plano de Saúde. Essa opção deveu-se à necessidade de fornecer uma visão mais ampla sobre como a financeirização se processou nas empresas líderes desse setor, ao invés de focar em estudos de caso, lacuna já preenchida competentemente por outros trabalhos (e.g. SESTELO, 2018b).

Nossa análise aponta que o fenômeno da financeirização das operadoras líderes é recheado de complexidades. A avaliação dos dados de balanço revela que embora haja um movimento de maior engajamento das operadoras na aplicação em ativos financeiros, parte dele pode ser explicado pelo próprio padrão organizacional assumido por essas empresas e por mudanças regulatórias introduzidas pela ANS. Essa tendência fica menos pronunciada quando analisamos as aplicações em ativos financeiros desvinculadas de contraprestações (livres), com exceção de Bradesco, Hapvida e SulAmérica. Não seria exagero afirmar que esse mercado pode estar passando por um processo de uniformização das estratégias operacionais, mas uma análise apropriada desse tópico transcenderia o escopo deste artigo. Além disso, a parcela de receitas financeiras sobre receitas totais indica uma baixa relevância desses ganhos para o processo de acumulação das operadoras.

Do ponto de vista dos indicadores de alavancagem e passivo, não há indicações que as operadoras líderes vivenciem um processo de crescente dependência de dívidas

para financiar suas atividades, subordinando-se aos ditames de credores e a eventuais elevados custos financeiros. Com efeito, o movimento dessas empresas ocorreu na direção contrária, com uma relevante desalavancagem no período recente e um baixo peso de despesas financeiras no total de seus dispêndios.

Isso se explica também pela própria dinâmica da estrutura patrimonial no período. Houve mudanças na estrutura de capital de mais da metade das operadoras, com abertura de capital e alinhamento das práticas gerenciais aos padrões de governança corporativa estabelecidos nos mercados de capitais. Pudemos observar também uma adesão à lógica de concentração e de recompra de ações que sinalizam a incorporação da preconização dos acionistas ao dia a dia dessas empresas. A análise dessa dimensão sugere que as operadoras vêm, crescentemente, servindo como ativo ou plataforma para a acumulação financeira de outros atores.

A análise conjunta dessas informações sinaliza que o processo de financeirização das operadoras de planos de saúde no Brasil dispõe de características que o diferenciam em relação ao encontrado em empresas não-financeiras em geral. Parte disso deve-se à própria natureza dessas empresas. Ou parte pode ser atribuída a um processo em curso, que poderá se aprofundar ainda mais nos anos por vir. Em particular, o cenário de austeridade fiscal e limitação dos gastos públicos em saúde, que se concretiza independentemente da gravidade da crise sanitária associada à pandemia da Covid-19, inevitavelmente abrirá novas fronteiras de acumulação e, assim, para que a financeirização progrida, reforçando a necessidade de geração de ativos financeiros que permitam avançar a expansão de lucros extraordinários. O que vimos, por ora, é que as operadoras líderes serviram mais como plataforma para acumulação financeira de terceiros, aderindo a uma lógica de preconização dos acionistas, do que propriamente alterando sua lógica interna de acumulação.

O presente trabalho não tem a pretensão de fornecer um veredicto definitivo sobre o processo de financeirização das operadoras líderes do mercado de planos de saúde, mas sim complementar e reforçar a relevância de pesquisas que analisem essa questão. Como agenda de pesquisa, podemos apontar ao menos três caminhos a serem seguidos: (i) a realização de um levantamento compreensivo o processo de

concentração de capital no mercado de planos de saúde; (ii) uma análise pormenorizada do padrão de financiamento das empresas do setor, congregando questões relativas à estrutura de capital e ao endividamento dessas empresas; (iii) a análise contínua do padrão de aplicação de recursos por essas operadoras, com extensão da amostra aqui analisada, buscando identificar se haverá um reposicionamento do peso de ativos e lucros financeiros no futuro.

Para além dessas temáticas, devemos também questionar se a metodologia que vem sendo convencionalmente utilizada, e que tomamos como referência para este trabalho, é suficiente para responder as questões que se colocam. É possível pensar em formas alternativas de avaliar empiricamente a financeirização, especialmente, em países periféricos, porém, por limites de espaço, o desenvolvimento dessa crítica²⁸ também é um ponto para integrar a agenda de pesquisa relacionada ao tema.

²⁸ Ver Lavinias, Araújo e Gentil (2020) para uma proposta de metodologia econométrica para avaliar a financeirização das empresas não-financeiras.

Referências Bibliográficas

ANDREAZZI, M.F.S.; KORNIS, G.E.M. Padrões de acumulação setorial: finanças e serviços nas transformações contemporâneas da saúde. **Ciência & Saúde Coletiva**, v. 13, n. 5, p.1409-1420, 2008.

_____. Transformações e desafios da atenção privada em saúde no Brasil nos anos 90. **PHYSIS**, v. 13, n. 1, p. 157-191, 2003.

AUVRAY, T.; RABINOVICH, J. The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of US non-financial firms. **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 5, p. 1183-1218, 2019.

BAHIA, L. *et al.* Das empresas médicas às seguradoras internacionais: Mudanças no regime de acumulação e repercussões sobre o sistema de saúde no Brasil. **Cadernos de Saude Publica**, v. 32, n. 2, p. S1–S13, 2016.

BRAGA, J.C.S. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997. p. 195-242.

BRAGA, J.C.S. *et al.* For a political economy of financialization: theory and evidence. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. spe, p. 829-856, 2017.

BRASIL. **Lei nº 10.185, de 12 de fevereiro de 2001**. Dispõe sobre a especialização das sociedades seguradoras em planos privados de assistência à saúde e dá outras providências. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2001/lei-10185-12-fevereiro-2001-365585-norma-pl.html>>. Acesso em: 22 set. 2020.

_____. **Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971**. Define a Política Nacional de Cooperativismo, institui o regime jurídico das sociedades cooperativas, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L5764.htm>. Acesso em: 22 set. 2020.

BRASIL. Agência Nacional de Saúde Suplementar. **Resolução Normativa nº 196, de 14 de julho de 2009**. Dispõe sobre a Administradora de Benefícios. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=111300>>. Acesso em: 22 set. 2020.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

DAVIS, L.E. Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 39, n. 1, p. 115–141, 2016.

FONSECA, C.V.C.; SILVEIRA, R.L.F.; HIRATUKA, C. The influence of heterogeneous institutional investors on company strategies in emerging countries: Evidence from Brazil. **Competition & Change**, v. 23, n. 5, p. 460-480, 2019.

FROUD, J. *et al.* **Financialization and strategy: narrative and numbers**. London-New York: Routledge, 2006.

GUTTMANN, R. Financeirização revisada: a ascensão e queda do capitalismo liderado pelas finanças. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. spe, p. 857-877, 2018.

HIRATUKA, C.; ROCHA, M.A.; SARTI, F. **Financeirização e internacionalização no setor de serviços de saúde: impactos sobre o Brasil.. Anais...2016**

SEMINÁRIO NACIONAL DO INES, 14., 2009, Rio de Janeiro. Anais [...]. Rio de Janeiro: Instituto Nacional de Educação de Surdos, 2009. 160 p. Tema: Múltiplos Atores e Saberes na Educação de Surdos. Inclui bibliografia.

KRIPPNER, G. R. The financialization of the American economy. **Socio-Economic Review**, v. 3, n. 2, p. 173-208, 2005.

LAVINAS, L. **The takeover of social policy by financialization: The Brazilian paradox**. New York: Palgrave Macmillan, 2017.

LAVINAS, L.; ARAÚJO, E.; GENTIL, D.L. Revisiting financialization drives in Brazil: the rise of stock markets. IE-UFRJ Working Paper Series, no. 029, 2020.

LAVINAS, L.; GENTIL, D.L. A política social sob regência da financeirização. **Novos Estudos CEBRAP**, v. 37, n. 2, p. 191–211, 2018.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, v. 29, n.1, p. 13-35, 2000.

LEAL, 2020

MADER, P.; MERTENS, D.; van der ZWAN, N. (Editors). **Routledge International Handbook of Financialization**. London-New York: Routledge, 2020.

MORETTI, B.; FUNCIA, F.R.; OCKÉ-REIS, C.O. Teto dos gastos e o "desfinanciamento" do SUS. **Le Monde Diplomatique Brasil**, 2020. Disponível em: <<https://diplomatique.org.br/o-teto-dos-gastos-e-o-desfinanciamento-do-sus/>>. Acesso em: 17 set. 2020.

OCKÉ-REIS, C.O. Sustentabilidade do SUS e renúncia de arrecadação fiscal em saúde. **Ciência & Saúde Coletiva**, v. 23, n. 6, p. 2035–2042, 2018.

_____. **SUS: o desafio de ser único**. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz, 2012.

_____. **A constituição de um modelo de atenção à saúde universal: uma promessa não cumprida pelo SUS?** Rio de Janeiro: Ipea, 2009 (Texto para Discussão, n. 1376.)

OCKÉ-REIS, C.O.; FIUZA, E.P.S.; COIMBRA, P.H.H. **Inflação dos planos de saúde - 2000-2018**. Rio de Janeiro: Ipea, 2019. (Nota Técnica, n. 54.)

PALLUDETO, A.W.A.; ROSSI, P. O capital fictício: revisitando uma categoria controversa. Texto para Discussão IE/Unicamp, nº 347, ago. 2018.

PINTO, E. C. *et al.* A guerra de todos contra todos e a Lava Jato: a crise brasileira e a vitória do capitão Jair Bolsonaro. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 54, p. 107-147, 2019.

RABINOVICH, J. The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. **Metroeconomica**, v. 70, n. 4, p. 738-775, 2019.

RABINOVICH, J.; ARTICA, R.P. **Cash Holdings and the Financialisation of Latin American Nonfinancial Corporations**, 2020. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3535445>. Acesso em: 18 set. 2020.

SESTELO, J.A.F. **Planos de saúde e dominância financeira**. Salvador: EDUFBA, 2018a.

_____. Dominância financeira na assistência à saúde: a ação política do capital sem limites no século XXI. **Ciência & Saúde Coletiva**, v. 23, n. 6, p. 2027-2033, 2018b.

SESTELO, J.A.F. *et al.* A financeirização das políticas sociais e da saúde no Brasil do século XXI: elementos para uma aproximação inicial. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. spe, p.1097-1126, 2017.

SESTELO, J.A.F.; SOUZA, L.E.P.F., BAHIA, L. Saúde suplementar no Brasil: abordagens sobre a articulação público/privada na assistência à saúde. **Cadernos de Saúde Pública**, v. 29, n. 5, p. 851-866, 2013.

van der ZWAN, N. State of the art. Making sense of financialization. **Socio-Economic Review**, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

Anexo I – Análise de robustez dos dados de Retorno sobre Patrimônio Líquido das Operadoras de Capital Aberto

Na seção 3, apresentamos o indicador de retorno sobre patrimônio líquido das operadoras líderes, tratado como uma *proxy* das taxas de lucro auferidas por essas empresas. As variáveis utilizadas em nosso cálculo foram o indicador de lucro líquido anual das operadoras sobre o patrimônio líquido do último trimestre de cada ano. Os microdados foram obtidos no balanço das operadoras e no Painel Contábil da Saúde Suplementar, ambos disponibilizados pela ANS.

Chamam atenção os números excessivamente elevados dessa razão para algumas operadoras, especialmente quando comparados à lucratividade média das grandes empresas não-financeiras brasileiras, obtida na base de dados gentilmente compartilhada por Pinto *et al.* (2019). Em particular, a Qualicorp apresenta números extraordinários. Tendo isso em mente, buscou-se fontes alternativas, que pudessem verificar se os dados contábeis fornecidos pela ANS eram de fato *sui generis*.

A Tabela I.1 apresenta os dados das operadoras com capital aberto em bolsa, extraídos da base Económica. Essas informações seguem outro padrão contábil, em conformidade com as exigências do mercado de capitais brasileiro. A ordem de grandeza dos dados parece compatível com aquela obtida a partir da ANS (Tabela I.2), exceto pela operadora Qualicorp.

Reapresentamos aqui os dados apresentados no Gráfico A.1, agora com a inclusão da Qualicorp para o cálculo da média das operadoras líderes, uma vez que esta empresa pode estar gerando um efeito ilusório, sobrestimando a taxa de lucro média das operadoras. A inclusão da Qualicorp não altera substancialmente as conclusões apresentadas nesta Nota Técnica: em geral, as operadoras líderes do mercado de planos de saúde continuam auferindo taxas de lucro mais elevadas que a média das grandes empresas não-financeiras brasileiras no período analisado.

Tabela I.1 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido das Operadoras de Capital Aberto

Ano	Amil	Hapvida	Notre Dame Intermédica	Qualicorp	SulAmérica
2008	18,3	-	-	-	23,0
2009	7,8	-	-	-	17,4
2010	9,3	-	-	-	21,8
2011	12,3	-	-	-	14,9
2012	-10,4	-	-	1,2	15,0
2013	-7,1	-	-	-0,6	14,0
2014	-	-	-	6,4	14,6
2015	-	-	-	11,1	17,5
2016	-	-	-	20,7	14,8
2017	-	-	-	17,4	14,5
2018	-	38,7	18,1	16,8	15,2
2019	-	15,7	9,7	20,8	17,6

Fonte: Economática.

Elaboração dos autores.

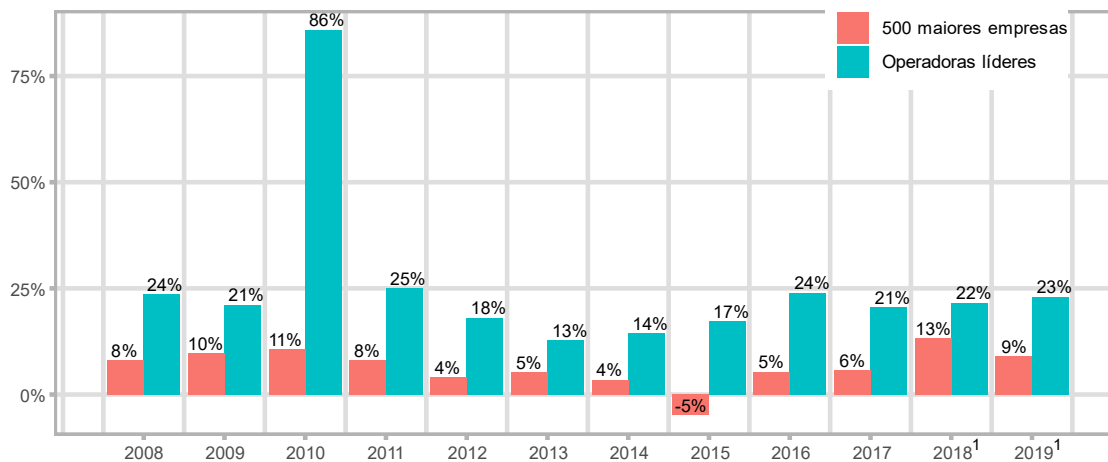
Tabela I.2 - Retorno sobre Patrimônio Líquido das Operadoras (ANS)

Ano	Amil	Bradesco Saúde	Hapvida	Notre Dame Intermédica	Qualicorp	Sul América	UNIMED Belo Horizonte	UNIMED Central
2007	54,7%	1,3%	9,1%	24,2%	-	28,7%	25,1%	18,2%
2008	25,3%	24,9%	17,1%	27,8%	-	23,8%	30,1%	15,8%
2009	5,0%	17,4%	28,8%	38,5%	-	19,9%	24,4%	14,3%
2010	5,2%	18,7%	17,0%	29,4%	546,1%	19,4%	16,0%	34,1%
2011	9,5%	22,6%	21,3%	23,4%	69,9%	14,3%	8,7%	30,1%
2012	3,0%	16,2%	18,8%	22,0%	22,4%	17,0%	19,4%	26,2%
2013	-0,8%	20,2%	27,3%	22,4%	-14,9%	14,0%	20,6%	13,0%
2014	-4,3%	18,1%	31,0%	6,0%	22,6%	17,5%	11,2%	13,5%
2015	-1,7%	11,7%	18,9%	22,0%	42,9%	19,4%	15,9%	9,1%
2016	-4,0%	9,5%	21,5%	22,5%	76,0%	19,7%	23,2%	22,5%
2017	0,5%	7,3%	17,7%	29,2%	49,2%	17,6%	20,3%	22,9%
2018	0,1%	12,0%	22,4%	23,7%	58,9%	16,8%	15,4%	23,4%
2019	1,0%	16,8%	14,4%	15,5%	76,6%	19,7%	12,8%	27,2%

Fonte: ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).

Elaboração dos autores

Gráfico A.1 – Evolução do retorno médio anual das operadoras líderes comparado com as 500 maiores empresas¹ não-financeiras brasileiras – 2008-2019



Fontes: Pinto et al. (2019), CVM e ANS (Dados e Indicadores do Setor, Demonstrações Contábeis).

Elaboração dos autores.

Nota (1): Os dados entre 2008 e 2017 referem-se às 500 maiores empresas não-financeiras brasileiras e foram coletados a partir da publicação Revista Exame Maiores e Melhores. Já os dados de 2018 e 2019 se referem às 100 maiores empresas não financeiras de capital aberto, obtidos junto à CVM a partir do Formulário de Informações Trimestrais.